全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造就财富精英的经典教程

聆听哈佛大师的投资智慧
全面升级你的创富思维

哈佛投资课

上完这一课，让你的投资稳操胜券

聆听投资大师的点金智慧，做聪明的投资者
借鉴投资大师的成功经验，开启财富人生

圣铎 编著



天津出版传媒集团
天津科学技术出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈佛投资课



天津出版传媒集团
天津科学技术出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

哈佛投资课／圣铎编著.—天津：天津科学技术出版社，2014.12
ISBN 978-7-5308-9513-9

Ⅰ.①哈… Ⅱ.①圣… Ⅲ.①投资经济学—通俗读物
Ⅳ.①F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 017823 号

策划编辑：刘丽燕　张　萍
责任编辑：刘丽燕
责任印制：兰　毅

天津出版传媒集团
天津科学技术出版社 出版
出版人：蔡　颢
天津市西康路 35 号　邮编　300051
电话(022)23332490
网址：www.tjkjcbs.com.cn
新华书店经销
北京市松源印刷有限公司印刷

开本 680×980　1/16　印张 28　字数 416 000
2015 年 4 月第 1 版第 1 次印刷
定价：29.80 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈佛投资课

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Preface 前言

哈佛大学创建于1636年，是美国最古老的高等学府，也是世界最负盛誉的名牌大学之一，同时也是全球造就亿万富豪最多的大学。哈佛大学人才辈出，它的商学院被喻为“总经理摇篮”，培养了微软、IBM等一个个商业神话的缔造者。著名亿万富翁纽约市长彭博、维亚康姆执行董事长雷石东、城堡投资集团创建者、对冲基金大亨格里芬、美国前财政部长保尔森以及石油大亨老洛克菲勒都出自哈佛。据美国《福布斯》杂志最新公布的“美国造富大学排行榜”显示，哈佛大学因造就了62位在世的全球亿万富豪而名列榜首。由于培养了众多富豪级的校友，哈佛也因此而成为全美接受捐赠资金最多的大学。

哈佛大学之所以能在商业方面造就出灿若群星的杰出人才，归功于它有一套独特有效的投资方法。考入哈佛大学，亲自去学习这些方法，是多少学子梦寐以求的事情；将自己的孩子送进哈佛大学深造，又是多少父母望子成龙的殷切期望。然而，能真正走进哈佛大学的人毕竟是极少数，大多数人难以如愿以偿。为了帮助莘莘学子及广大渴望在财富方面有所成就、有所作为的读者不进哈佛也一样能聆听到它在投资学方面的精彩课程，学到百年哈佛的成功智慧，我们编写了这部《哈佛投资课》。

投资学是指一门旨在揭示市场经济条件下的投资运行机制和一般规律，并在此基础上分析各类具体投资方式运行的特点与规律，以使人们在认识投资规律的基础上提高投资效益的学问。通俗地讲，投资就是合理地利用投资工具和投资知识进行不同的投资规划，完成既定的投资目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标，实现最终的人生幸福。投资有两个主要目标，一个是财务安全，一个是财务自由。财务安全是基础，财务自由是终点。正确的投资可以使财富成倍增长。哈佛大学一直强调投资的重要性，正确的投资可以为你赚得第一桶金，并且让它不断增值。正如股神巴菲特所说："一生能够积累多少财富，不取决于你能够赚多少钱，而取决于你是否懂得投资理财，钱找钱胜过人找钱，要懂得让钱为你工作，而不是你为钱工作。"很多人看到洛克菲勒、李嘉诚等人的财富都很艳羡，梦想着有朝一日能够像他们一样家财万贯。其实，你要成为亿万富翁也不是没有可能。这是一个创造奇迹的时代，人人生来都是平等的，本来就没有高低贵贱之分。洛克菲勒、李嘉诚起初也是贫穷的人，但他们最终成了万人景仰的富翁，他们致富的秘诀是什么呢？答案就是不断进行投资。他们时刻都像一个富人那样在思考，在行动，最终通过不懈的努力，实现了自己人生的辉煌。因此，你现在的贫穷并不可怕，关键在于你要懂得如何进行投资理财，改变自己的贫穷思维，接受富有的思维。学会像富人一样思考，像富人一样行动，最终你也可以成为亿万富翁。

中国有句古话说：取法其上，得乎其中；取法其中，得乎其下。我们要想在投资上取得卓越的业绩，最好的办法就是学习最伟大的投资学知识。毫于疑问，哈佛投资学便是这样一门最值得我们学习的课程。

这本《哈佛投资课》就是综合哈佛投资精华理念，从问题出发，通过深入浅出的解说和翔实的投资案例为大家一一介绍投资学的各方面知识，从什么是投资，投资的原理、理念、方法、陷阱等方面向大家展示哈佛大学投资课的知识系统，涉及银行储蓄、房产投资、保险投资、股票、基金、债券、期货、外汇、黄金、风险投资、私募投资和机构投资等相关方面的知识。通过本书，将让你感受到哈佛大学投资学课程的独特魅力，学习哈佛大学投资致富的精髓，让自己更早走上财务自由之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序　章　走入哈佛的投资世界 …… 1
第一节　哈佛毕业生保尔森如何成为华尔街的游戏规则制定者 …… 1
第二节　萨缪尔森怎么拿风险价值公式当消遣 …… 4
第三节　哈佛资产管理公司为何能够长年保持高回报率 …… 6
第四节　窥探哈佛钱袋子的秘密 …… 9
第五节　哈佛投资天才米亚是如何投资的 …… 11
第六节　哈佛女财神为什么不惧背黑锅 …… 14
第七节　华尔街的神话是通过哈佛的理论一步步成型的 …… 17
第八节　哈佛诺贝尔奖得主为什么做了长期资本公司的虎皮 …… 20
第九节　为什么哈佛教授建议中国人不要投资美国房地产 …… 22
第十节　为什么哈佛教授认为黄金是一项高风险投资 …… 24

第一章　为什么投资常令人困惑 …… 28
第一节　投资并非大多数人想象的那样 …… 28
第二节　其实投资并没有什么高深学问 …… 30
第三节　投资是计划，不是产品或过程 …… 33
第四节　为什么投资最终的对象是一家企业 …… 35
第五节　投资追求的是专业化还是商业化 …… 37
第六节　为什么说投资是场马拉松比赛 …… 40
第七节　投资的历史总是在不断重演 …… 42
第八节　投资是幸存者的游戏还是技术家的玩物 …… 44
第九节　模仿巴菲特投资法为什么经常赚不到钱 …… 47

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十节　高收益零风险的投资为什么只是幻想 …………………… 49

第二章　人人成功，是华尔街的最大谎言吗 …………………… 53

第一节　为什么芒格的财富数量比巴菲特少 …………………… 53
第二节　小投资如何带来大收益 …………………… 56
第三节　不可预测市场为什么反而更好 …………………… 58
第四节　为什么市场总是少数人赚钱多数人赔钱 …………………… 60
第五节　为什么资金总会流向更安全的投资区域 …………………… 63
第六节　为什么传统投资建议只能创造平庸的绩效 …………………… 65
第七节　“物有所值”为什么是投资的根本 …………………… 68
第八节　为什么同等投资，不同的人有不同的收益 …………………… 70
第九节　为什么“价值洼地”是个危险词 …………………… 73
第十节　为什么市场不可能总是风平浪静 …………………… 75

第三章　技术分析真的是制胜法宝吗 …………………… 78

第一节　为什么投资大师都使用图表交易 …………………… 78
第二节　为何图表法可能不管用 …………………… 80
第三节　数据中为什么会有缺口 …………………… 83
第四节　价格真的就代表了一切吗 …………………… 85
第五节　为什么短期框架是最安全的时间框架 …………………… 88
第六节　技术分析有多流行，它就有多错误 …………………… 90
第七节　为何既要用基本面分析又要用技术分析 …………………… 92
第八节　谁能够从技术分析中获益 …………………… 95
第九节　如何从技术角度理解媒体的报道 …………………… 98

第四章　储蓄是聚宝盆还是亏损冠军 …………………… 101

第一节　为什么有人认为储蓄不是投资 …………………… 101
第二节　银行可以为我们做什么 …………………… 103
第三节　储蓄真的是最保险的投资方式吗 …………………… 106
第四节　为什么说储蓄是隐形的亏损冠军 …………………… 109
第五节　如何存钱才能多赚利息 …………………… 112

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六节　银行理财产品真的是保本的吗 …………………… 114
第七节　如何挑选理财产品 …………………… 117
第八节　为什么说信用卡是银行设下的最大的陷阱 …………………… 120

第五章　股票是财富天使还是金钱魔鬼 …………………… 123

第一节　为什么说股票市场是精英的领地 …………………… 123
第二节　看盘真的能窥视股市风云吗 …………………… 126
第三节　“快动股”还是“慢动股” …………………… 129
第四节　到底是什么让股市上涨 …………………… 132
第五节　什么成就了“好”股票 …………………… 135
第六节　如何判断股票的价格过高 …………………… 138
第七节　炒股踏空以后该如何应对 …………………… 140
第八节　为什么信息时代的股市会加速崩溃 …………………… 143
第九节　投资者怎样在股市崩溃中保护自己 …………………… 145

第六章　共同基金到底是利益共享还是风险共担 …………………… 148

第一节　为什么要投资基金 …………………… 148
第二节　长期投资基金真的有用吗 …………………… 151
第三节　共同基金的“小秘密” …………………… 153
第四节　投资指数基金赢在哪里 …………………… 155
第五节　排名越靠前的基金回报率越高吗 …………………… 158
第六节　历史业绩好的基金可以持续领先吗 …………………… 160
第七节　投资者为何无法坚持基金定投 …………………… 162
第八节　股市大跌，杀基还是换基 …………………… 165

第七章　债券是不败传奇还是沉没陷阱 …………………… 168

第一节　债券投资究竟是怎么回事 …………………… 168
第二节　债券何以被忽视 …………………… 171
第三节　为什么被债券困扰 …………………… 174
第四节　债券回购是如何运作的 …………………… 176
第五节　债券投资真的是万无一失吗 …………………… 179

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六节　债券基金肯定不会赔钱吗 …………………………………… 182
第七节　如何衡量和评估债券的投资业绩 ……………………… 184
第八节　债券为短期投资者提供保险了吗 ……………………… 187
第九节　垃圾债券真的是“垃圾”吗 …………………………… 189

第八章　外汇是让你一夕致富还是隔夜破产 ……………………… 193

第一节　为什么说外汇本身就是一种规则 ……………………… 193
第二节　为什么要进行外汇交易 ………………………………… 195
第三节　为什么说外汇交易是一种概率游戏 …………………… 198
第四节　为什么绝大多数人都无法学会外汇交易 ……………… 200
第五节　外汇交易为什么注重防守 ……………………………… 203
第六节　谁在左右汇率的升降 …………………………………… 205
第七节　如何决定外汇投资的盈亏 ……………………………… 208
第八节　如何规避汇率波动带来的风险 ………………………… 211
第九节　交易账户的资金越充裕越可靠吗 ……………………… 213
第十节　为什么说炒汇需用杠杆撬动收益 ……………………… 216

第九章　对冲基金是嗜血的金融大鳄，还是悲悯的救赎者 ………… 219

第一节　对冲基金真的能实现对冲吗 …………………………… 219
第二节　谁缔造了对冲基金第一神话 …………………………… 222
第三节　为什么选择对冲基金 …………………………………… 225
第四节　为什么对冲基金是一场骗局 …………………………… 227
第五节　为什么每次扰乱市场的都是它 ………………………… 230
第六节　对冲基金费用是否过高 ………………………………… 232
第七节　投资技巧对于对冲基金很重要吗 ……………………… 234
第八节　对冲基金为什么扎堆 …………………………………… 237
第九节　你应该为配置你的对冲基金支付多少费用 …………… 239
第十节　谁是风暴中最大的赢家 ………………………………… 242

第十章　不保险的商品期货投资：通胀其实不可抗拒 …………… 245

第一节　为什么会有期货交易 …………………………………… 245

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节　如何从商品期货交易中获利 ………………………… 248

第三节　投资者缴纳的保证金就是合约规定的保证金么 ……… 250

第四节　如何选择一家期货公司 ………………………… 252

第五节　为什么当股市走低商品价格就会走高 ……………… 255

第六节　应当知道的关于商品交易的事实 …………………… 256

第七节　为什么大宗商品市场技术面分析意义重大 ………… 259

第八节　为什么商品期货投资要避免“一窝蜂”效应 ……… 261

第九节　经济萧条中有商品期货投资的良机吗 ……………… 264

第十一章　黄金投资是盛宴还是剩宴 ………………………… 267

第一节　黄金真的是永恒的财富吗 ………………………… 267

第二节　黄金投资是财富保险的最佳选择吗 ………………… 269

第三节　为什么伦敦金价在世界上占主导地位 ……………… 272

第四节　为什么说黄金是一把尺子 ………………………… 274

第五节　黄金市场真的没有庄家吗 ………………………… 276

第六节　为什么美元贬值金价上涨、美元升值金价下跌 ……… 279

第七节　为什么黄金期货长期以来都不活跃 ………………… 281

第八节　为何金价不会大幅攀升 ………………………… 284

第九节　黄金牛市是中途还是终途 ………………………… 286

第十节　你应该持有多少黄金 ………………………… 289

第十二章　房地产投资并非稳赚不赔 ………………………… 292

第一节　为什么房地产投资不再是投资的首选 ……………… 292

第二节　能否零资金启动房地产投资 ………………………… 294

第三节　为什么房多的人无法笑到最后 …………………… 297

第四节　房价越贵房产投资就真的越亏吗 ………………… 299

第五节　怎样判断房价是否过高 ………………………… 302

第六节　谁逼疯了房价 ………………………… 303

第七节　房产投资之后的税费问题 ………………………… 305

第八节　哪些人应该避免房地产投资 ………………………… 308

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十三章　私募股权是推手还是黑手 …… 310

第一节　相信“牛人”还是机制 …… 310
第二节　PE 凭什么大行其道 …… 313
第三节　好的投资人怎么找到金点子项目 …… 315
第四节　企业评估出来的高价有多大的可信度 …… 317
第五节　临门一脚的协议流程更需要关照 …… 319
第六节　PE 真的适合你吗 …… 322
第七节　为什么“相爱总是简单，相处太难” …… 324
第八节　为什么学巴菲特与芒格那么难 …… 326
第九节　有限合伙制是必需的吗 …… 329
第十节　美国人凭什么那么“牛” …… 331

第十四章　创业风险投资是魔鬼还是野兽 …… 335

第一节　风险投资是一次投资还是一次合伙 …… 335
第二节　风险投资看中的是理念还是机会 …… 338
第三节　风险投资是政府行为还是企业行为 …… 340
第四节　投向传统行业的风险投资还是风险投资吗 …… 342
第五节　风险投资能产生多少超额利润 …… 345
第六节　风投给创业企业的仅仅是钱吗 …… 347
第七节　创投市场的暴利时代即将终结了吗 …… 350
第八节　创业投资，高端好还是低端好 …… 352
第九节　为什么创投青睐二进宫企业 …… 354
第十节　为什么 VC 行业“募投管退”全流程显艰难 …… 357

第十五章　机构投资者是阴谋家还是愚蠢者 …… 360

第一节　机构投资者比个人投资者更有优势吗 …… 360
第二节　机构投资者“心智健全”吗 …… 363
第三节　为什么机构投资者是市场的风向标 …… 365
第四节　为什么机构持股时间越长，股票波动就越低 …… 367
第五节　机构投资者跟散户思维完全相反吗 …… 369
第六节　机构投资者只注重技术分析吗 …… 372

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七节 底部都是机构砸出来的吗 …… 374

第八节 机构总是明里看好暗地里甩卖吗 …… 377

第九节 机构投资者是稳定器还是捣乱者 …… 380

第十节 阴谋论 vs 愚蠢论 …… 382

第十六章 知道何时收手：如何保护你的资本 …… 386

第一节 为什么不能随便交易 …… 386

第二节 为什么不要妄想把本钱捞回来 …… 389

第三节 真正的赢利真的是通过精明的退市来实现的吗 …… 391

第四节 为什么出来比进去更重要 …… 394

第五节 为什么在入场之前就要看好退路 …… 396

第六节 如何知道该何时出脱手中资产 …… 399

第七节 为什么止损点要设为 8% …… 401

第八节 为什么不要相信“这次与以往不同” …… 404

第九节 为什么不要陷入对公司产品的偏爱 …… 406

第十节 为什么不要试图选择市场时机 …… 408

第十七章 如何在难以预知的市场中做出正确投资 …… 411

第一节 与群体一致，直到发现改变的催化剂 …… 411

第二节 用概率树展示所有的可能性 …… 413

第三节 面对信息过载，要有战略意识 …… 416

第四节 实时决策，随时修正自己的想法 …… 418

第五节 如何避开信息不对称的陷阱 …… 420

第六节 如何精心设计问题，获取具有诊断力的信息 …… 423

第七节 复杂的分析，为的是一个简单的抉择 …… 425

第八节 复杂建模有风险，平衡来源于对事实的把握 …… 426

第九节 判断为什么要立足于现实的变化 …… 429

第十节 如何应对小概率的大规模事件 …… 431

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序章

走入哈佛的投资世界

第一节 哈佛毕业生保尔森如何成为华尔街的游戏规则制定者

在房地美和房利美出事后，财政部长亨利·保尔森决定开会收拾残局。财政部、美联储、美国联邦住房金融局负责人洛克哈特和房利美的高管齐聚一堂。保尔森回忆说，玻璃墙围成的会议室里当时至少聚集了十多个人，有的围坐在主会议桌旁，有的沿墙而坐。

洛克哈特是第一个发言的。他给房利美状况做了一个漫长的、详细的演示后，指出房利美各种违规之处。在美国的金融活动中，这些违规并不是什么大事，对洛克哈特来说这就像是违章停车罚单那么稀松平常。

洛克哈特的表现，在保尔森看来是有些紧张和犹豫的。不过，事情最终指向了房利美的要害：稽查员们判定房利美的资本金不足，这家公司的经营方式不安全也不合理。联邦住房金融局已经决定将房利美置于接管程序下。洛克哈特最后实话实说：人们都希望他们能够自愿接受，但他们不接受，联邦决定强行掌握控制权。就像保尔森等人事前商量好的那样，洛克哈特宣布已选定了新的CEO，新的团队也已准备就绪。

在洛克哈特讲话的过程中，保尔森看到房利美的负责人马德十分痛苦。

“他们怒火中烧。马德一会儿皱眉，一会儿冷笑，有一次还双手抱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



头，摇晃不止。我对他也油然而生了一丝同情。他也很不容易。房利美或许有些傲慢，甚至有些浮夸，但马德是在一宗肮脏的财务丑闻之后接任 CEO 之职的，而且在清理烂摊子的过程中，他一直是比较合作的。”

最后，保尔森发言，他说：“吉姆已经阐明了房利美严重的资本短缺，我同意他的分析，但我还要补充一点，我不打算给现在这样的房利美注资一分钱，尽管国会已经授权我这么做。”保尔森这么做是有自己的充分理由的。保尔森认为，房利美做得比房地美要好，他们在该年早些时候已经融资 74 亿美元，而房地美却延误了战机，导致了更大的资本缺口。但是，两家公司现在都已无力获得私募资金。

在《峭壁边缘》这本自述性质明显的书中，美国前财政部长保尔森先生真实表达观点：对于祸国殃民的房地美和房利美，他“一个子儿”的救援都没有。

高高在上，训话美国最大的住房贷款管理者的底气，非常人可比。布什和奥巴马本人也不会如此直白了当的说话。在这里，保尔森就像是国王，在向自己的臣民——美联储主席和银行的董事发号施令。

你并没有看错或者听错，保尔森就是华尔街的国王。只不过，更多时候，他扮演的是一个掮客的角色。

只要熟悉他的履历，你就会更加确认这个哈佛毕业生的角色。这是迄今为止，哈佛大学最有金融帝国特色的代表。他一系列的身份转换，如此耀眼，以至于外人要么空叹浮光掠影，要么眼花缭乱。

1970 年从哈佛大学商学院毕业。1970 年至 1972 年，在五角大楼担任国防部长幕僚助理。在 1972 年到 1973 年，任尼克松政府的总统幕僚助理和白宫内务委员会成员。

1974 年，他加入了高盛的芝加哥分部工作，开始职业投资银行家生涯。1982 年，他成了公司的合伙人。1983 年至 1988 年，在中西部带领着高盛投资银行部，1988 年成了高盛芝加哥办公室的管理合伙人。1990 年至 1994 年 11 月，担任高盛投资银行部的联合主管。1994 年，升任为高盛公司总裁兼首席运营官，并首次被提名为首席执行官。1998 年，又成为高盛公司高级合伙人之一。1999 年，他随着高盛上市成为高盛集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



董事长兼首席执行官。在他的带领之下，高盛的利润在众多美国证券公司中非常突出。2005 年，他的五年的报酬有 3700 万美元，单单是 2006 年的报酬已经高达 1640 万美元。估计在那时，保尔森的身价已经超过了 7 亿美元。堪称亚历山大以来最富的财政部长之一。

这份履历表向人们披露了一个美国政治界和金融界的惊人秘密：高盛公司更喜欢国防部，只要转角一定会发生权钱的质变。保尔森就是这个奇怪转角的中心人物。

1972 年，保尔森只有 26 岁，在越南战争的旋涡中心国防部任职。那个时候他和高盛这样的中型公司没有任何关系。那时华尔街，真正掌控天下的是股票投机巨头和大财团，比如福特家族和摩根家族。大规模的金融对冲还没有出现，布雷顿森林体系的管制十分严格，监管所及，任何大规模的国际投机都只能在地下暗流中涌动。

我们有时不得不佩服哈佛商学院的二流毕业生保尔森的眼光。当越南战争开始成为美国的耻辱的时候，这个人居然巧妙地离开了国防部，转而进入当时不显山不露水的高盛。高盛公司能看上这个国防部年轻人，今天看来，主要是金融家们嗅到了美国当时政治和经济的双重混乱。

尼克松政府在黄金问题上的暧昧态度，给了大投机者们大展拳脚的希望。黄金体系管制放松后，金融家们开始意识到，绕过美国政府直接炒黄金是个不错的想法：最早的一批外汇精英，就从大银行中诞生了。对于保尔森而言，显然国防部的经验告诉他，战争迟早要结束，只要战争一结束，就有可能造成大量的投机客和黄金黑市交易。问题是，投行的生意在哪儿?

投行在分业经营没有松动前，按照管理费和承销费赢利。要在混乱中赢利最多，必须学习淘金热中的发财者。保尔森和属下盯上了恶意收购这块“肥肉”。道理上很简单，因为大公司随时能在外汇市场上投机，他们的卖空规模十分的可怕。空头们错综复杂的借贷关系，频繁的竞争和市场的狭小，导致彼此有敌意的公司越来越多。敌意收购战成了那个时代美国市场的淘金热，在恶劣的环境下，反恶意收购成为一门大生意。这和加州淘金热富了李维牛仔裤生产商一个道理。

保尔森是个天生的掮客，是能利用关系说服某些公司做“白手套”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的佼佼者。保尔森甚至会用边打边拉的手法，让自己左右逢源。经常在一次拯救活动中可以同时有两笔可观的酬金。高盛就在这些中介生意中一天天壮大起来，成为华尔街的一大实力集团。

此后，随着生意增加，高盛公司开始涉足期货。1973 年石油危机发生，国防部背景的保尔森瞬间成为发战争财的高手。他在期货市场的投机，每每因为战争威胁，获取巨额利润。高盛历史上最明智的购入阿朗公司案就是保尔森的手笔。从此高盛成为一个依靠关系、战争和华尔街的掌控者。

时间穿越到 1990 年海湾战争前夕，石油期货的大投机者保尔森步步高升，逐渐成为高盛的掌控者。看上去，政治和石油、金融的组合让美国不断发动石油战争。事实的真相是，此时的高盛公司已经不甘心听消息获利，而是靠主动操作获取暴利。每一次石油战争，都是高盛做空或者做多的巨大机会。为了让利益最大化，保尔森这个掮客终于从金融“白手套”变成了政治的“白手套”。2005 年他成为第一个投行出身的财政部长。和保尔森相比，游离在白宫之外的索罗斯简直温和得像个绅士。

回顾保尔森这段历史，稍微有点儿判断力的人都该明白。保尔森之所以能够成为政界和华尔街的红人，的确同他特殊的中间人身份有关。这只是一场自然而然的进化历程而已。这甚至已经不是罗斯柴尔德家族的内森可以望其项背的。

早在熊彼特时代，哈佛的商学院教案就这样写道：经济学家把金融看成是货币和经济的中介。而保尔森则是成功将这一理念进行最大利用的人物，可以说，他本人就是这套制度的象征。只不过，当你从哈佛的教科书故纸堆找到这句话的时候，更感到金融中介的分量和真正意义。

第二节　萨缪尔森怎么拿风险价值公式当消遣

在常人看来，萨缪尔森是投资界的外人，而事实是他不仅是名副其实的“行家”，也是当时一个著名的投资者伯格的忠实粉丝。

1915 年 3 月 15 日，萨缪尔森出生于美国印第安纳州一个犹太人家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



庭。“一战”后，他们全家移居芝加哥，萨缪尔森随后就读于海德公园中学，开始研究股票市场，还帮助代数老师选择股票。和通常多数人的想象不同，经济学的顶级大师萨缪尔森从小就是个资深股民。

1935年，萨缪尔森获芝加哥大学文学学士学位，1936年获芝加哥大学文学硕士学位，1941年获哈佛大学理学博士学位。在哈佛就读期间，师从约瑟夫·熊彼特、华里西·列昂惕夫、哥特弗里德·哈伯勒和有“美国凯恩斯”之称的阿尔文·汉森研究经济学。

说到股票，在萨缪尔森那个年代的经济学家里，是很普遍的讨论话题。只不过那时候的讨论，类似于如今华尔街经理人俱乐部沙龙，不是学术界的研讨会。当时的哈佛，教授在股市中赔钱的不在少数。大名鼎鼎的熊彼特，本来打算在美国大发一笔横财，用来填自己在维也纳炒股的窟窿。想不到，熊彼特和马克·吐温一样，数学不太好的贵族范教授又一次赔了。于是之后的很长时间，他不得不勤快地上课、写书，依靠版税生活。经济系主任陶西格先生倒是不经常赔钱，不过严格来说他是银行家，对炒股十分谨慎。商学院的教授们，更关心泰罗制的效率高不高，炒股是他们推荐给工人的和谐新手段。问题是教授们也是干说不练。

1936年凯恩斯来美国后，哈佛的学子中便流传着这个英国人的种种奇闻。凯恩斯爱炒股、大赚特赚的神奇传说最吸引学生们的注意力。有些人决定甚至追随他到剑桥试试身手，哪怕做个助理员也行。那时出身银行家的不少哈佛才俊后来都去了英国。

在哈佛学习的萨缪尔森认为，凯恩斯的确是个榜样，因为他也是数学系出身。除了中学时代的股市残留记忆外，此时萨缪尔森更加关心风险的问题：为什么人们对于风险无法测量？风险到底是怎么计算出来的？人和人对风险的态度为何不同？

由于学术界和华尔街的态度相同，对于风险的研究感兴趣的人在那个时代是个异数。只有很少的领域偶尔才勾起人们的兴趣，比如保险公司和家庭理财。

直到20世纪60年代，萨缪尔森才开始研究风险的数学量化。在他看来战后的稳定环境，已经可以开始让人们冷静下来研究这一问题。他的一位校友，从海军陆战队服役后回校的阿罗和法国青年德布鲁，率先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对风险进行了分类，其中关于风险偏好的说法，解开了萨缪尔森对于人们风险爱好观点不同的迷惑。

开拓性的研究，让萨缪尔森也着手研究细分的股市中风险的秘密。后来，他意识到市场上的风险和不确定性是有相关性的，风险可以降低，但不能减少。股票和资产的组合，可能和风险的价值有关系。为此萨缪尔森提出存在一个风险组合的理想值，所有的资产应该是围绕这个值进行波动。这无异于指出，市场才是股市中的决定者，而且这些决定是人所不能操控的。这当然是和华尔街的认识不同。由于使用大量的高级数学，萨缪尔森也开了投资学术化的先河。

在那以后，利用最新的数学手段，检验股票的各方面指标的做法层出不穷。过去那种依靠图表和财务分析的方式，逐渐被边缘化，除去极少数未被证伪的部分外，多数已经被今天的学术界看成是胡言乱语。这就是为什么今天华尔街和学术界如此意见相悖的缘由。

当萨缪尔森第一次写出自己的风险价值公式的时候，他开玩笑说，这些价值公式的意义不过是自己的自娱自乐而已。在 1960 年以前，没有人相信仅仅凭借数学和经济学的工具就可以对市场进行验证。人们相信股票是按照内在价值确定价格的，这个价值和风险没有被发现，是人们的技术水平不足。而萨缪尔森明显是同这个观点唱对台戏，因为他的理论是根本不存在这样的理论。

萨缪尔森的贡献在于：人们从此打破了对华尔街分析师的迷信，投资成了严肃的学术研究。不再是任何华尔街分子可以染指的地方。如今的学术界已经变成科学家的范围，当一个不再有怪力乱神出现的投资学的世界才是正常的。

第三节　哈佛资产管理公司为何能够长年保持高回报率

从哈佛大学成长、壮大的历史来看，哈佛的资产管理是慢慢建立的。在 18 世纪至 19 世纪，从伦敦富商贺里斯捐资设立神学教授讲座开始，一系列讲座席位得以纷纷设立，自然科学进入哈佛殿堂，捐资助学渐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成为哈佛校友乃至美国社会的优良传统。各学院在资金筹措方法上也迥然不同。管理委员会授权一个研究与发展委员会于1948年11月负责监管此事。1949年初，哈佛高等学习与研究基金会成立，其宗旨是为研究生院筹措资金。“二战”后最初几年，哈佛大学在现代社会的富足景况还未出现，到1949年，经验丰富、精明谨慎的波士顿商界人士保·卡伯特当选为财务主管，他充分利用了地方投资公司的知识技术优势，哈佛的研究生院基金逐渐成熟。到20世纪五六十年代，普西校长发动了美国历史上最大的募捐运动——哈佛本科生院计划，这一计划正式公布是在1957年6月的开学典礼。

作为西半球最早的公司，哈佛本身和资产管理公司并无差异。最早的哈佛就是以公司的形式建立起来的，当时马萨诸塞地方政府为此专门授权建立该公司。从血统上说，人们可以确定，哈佛的公司性质更有利于这个学校的运营。私人学校在过去的几个世纪里，一直依赖各种私人捐献才得以维持，在哈佛一开始就不是问题。校方虽然建立两个委员会以保证管理的公开和有效，不过这个机制并不和公司运营冲突。

由于文化和历史的原因，哈佛的资产管理公司建立之初，就和私人管理的对冲基金的早期形式不相冲突。在西方，投资之所以一直被看成是个人的事情，很重要的一点是：投资经理人本身是从私人管家中分化出来的一种职业，体现的是一种领主和附庸的关系。雇佣财务专家是一件很普遍的事情。这类专门被雇佣的私人基金理财经理人是哈佛的资产管理公司的雏形。在17世纪，雇佣一个能干的家仆是有钱人的专门的投资方式。聘用私人管理顾问对于哈佛来说是件水到渠成的事情。

要理解投资和管理顾问，必须了解一个基本事实：和东方国家不同，在西方，管理钱财的专门人士一直都是独立于商人阶层的。商人通常自己就是理财者，他们并不需要专门的管家。所以，东方国家那种专门的账房先生，在西方并没有对等的词语。

犹太人和欧洲国王的特殊关系，造成了今天的理财顾问和投资方式的雏形——雇佣一个管家处理私人事务。最早的欧洲国王和犹太人达成协议，前者在政治上给予犹太人保护，让他们成为合法的附庸和封臣，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后者则在保护人的名义下做管家。王室的财产在17世纪后逐渐被这些专业的理财投资者管理。后来中央银行在犹太人的财团中出现了，不过他们和国王国家权贵们的这类特殊关系并没有结束，比如罗斯柴尔德家族，将这项生意一直维持到今天。他们依旧是投行和资产管理公司中的佼佼者之一。

在前现代时期，特殊关系造成了管家们长期高额利润的来源。犹太人通过放高利贷和控制黄金汇兑大发其财。由于他们广泛的资金网，使得他们能够在流通中赚取大量的利差。各国的关税、商品税甚至王室的王冠都是犹太人发财的一种重要的保证金。毕竟投机生意总是需要一定的机会成本的，而那些机会成本高的投资，通常都是风险很小的那种，典当控制货币就成为最保险的买卖。

随着犹太人金融业的发展，资产管理公司不再仅仅流动在上层社会，民间也开始流行。于是像哈佛这样的公司，就成了一种潮流。此时他们的利润已经变成管理费为主。因为金融规模太大，直接控制资金越来越难，所以用杠杆的以小博大的方式会更有效。在当代，资产管理公司已经改头换面，如今的资产管理公司虽然保留古老的合伙制，经营者都已经变成独立的经理人。

1974年，哈佛管理公司成立，对学校监事会和学校董事会负责并汇报工作，目的是“为学校提供与其他名牌大学所获得的一样丰厚的回报”。该公司负责将哈佛所获得的捐赠进行与其规模和现代财经市场的复杂性相适应的投资。校方选聘由卡伯特领导，卡伯特招募了另外由哈佛的工商管理硕士或是波士顿投资银行、投资公司的杰出人士等组成的8位搭档，这支9人团队在制订和实施投资方案时果敢而富有想象力，其优异表现使哈佛大学所获捐赠资金的增长率超过通货膨胀率，使哈佛成功驾驭更为复杂的投资领域。随着公司业务不断扩张，10年间团队成员从9位增至近百位。

经理人相对于管家，不可同日而语。经理人是专业的投资专家，他们有独立的经验和方法，这和私人管家不同。其次他们的服务对象具有普遍性，不像私人管家只针对有钱人。最后经理人的效率高，收费低，管家则除去效率较低，还需要各种情感和利益上的输送才能稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现代的哈佛资产管理公司的高回报主要来源于资产管理，科学地分散风险。几乎所有的投资都是精心计算和决策做出的，不再是从前那种充满复杂利益关系、疯狂的阴谋和特权的非法勾当。哈佛不断吸引华尔街的优秀经理人进入资产管理公司，保证决策者的素质，很大程度上说这可以最低限度地降低投资决策本身的风险。

与那些有着严密的公立学校管理制度不同，哈佛没有政府的支柱，不可能有稳定的收益，但也因为如此，他们在资金管理上也格外出色。经历了几个世纪的风雨，哈佛已经是世界上回报率最高的学校，不过这些高回报主要是靠风险投资。在这当中，资产管理公司可谓功不可没。长期成功的资产管理无疑是哈佛成功的第一秘诀。

第四节 窥探哈佛钱袋子的秘密

美国大学教育基金规模庞大，是大学经费的重要来源。哈佛大学拥有世界上最大的学术投资基金，2007 年资金规模超过了 350 亿美元，由于金融和经济危机的影响，截至 2010 年 6 月底哈佛基金为 276 亿美元，占大学预算 35%。普林斯顿大学教育基金达到 144 亿美元，耶鲁大学捐赠基金总额 2007 年超过了 230 亿美元，受危机影响，2010 年为 167 亿美元，占学校经费支出的 41.3%。

美国大学教育基金的主要目的是支持大学发展，主要来源于校友、相关企业和社会团体等，因此教育基金通常采用非公开形式筹集。募集工作常常由校友会承担。从美国大学基金募集方式看，主要有个人直接捐赠和委托计划性捐赠两种。个人随机的、事先无安排的捐赠，主要是针对具体项目的集资捐赠，例如校友大厦等。一般大学会设立专门的捐赠联系电话和邮箱，大学网站也会开辟捐赠网页方便大家捐赠。委托计划性捐赠主要包括个人年金捐赠、信托捐赠、遗产捐赠、财产捐赠等方式。

美国大学基金一般由专业资产管理公司负责管理，如哈佛的哈佛基金管理公司，普林斯顿大学的普林斯顿大学投资管理公司。说这些管理公司是钱袋子，一点儿也不为过，从规模和管理上说，这些公司通常集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中了一个大学90%以上的财源。失去这些公司，大学的经费几乎可以算作彻底断绝，学校立刻就会停止运转。

在大学众多的钱袋子中，显然哈佛的那个最鼓，最吸引眼球，许多人可能想知道，这个大钱袋子内部到底是什么样子呢?

从外向里看，哈佛的钱袋子是一种市场运作模式。特点是机构独立、自主，基金完全按照市场规律运作，管理人员专业，基金会工作人员的工资收入和福利根据其获得的捐资和基金运作产生的收益的比例确定，管理规范和运作高效。哈佛大学的教育基金由内部职业投资人和外部第三方管理团队进行资产管理，通过内外部两个平台，实行积极管理策略，构建全球投资组合，以应对千变万化的市场。

从里向外看，哈佛大学教育基金是个根据投资实践和理论基础建立的“捐赠模型”。投资特点为高分散性、多元化和长期性，除股票、债券外，还包括私人股权投资、房地产等实物投资。耶鲁基金在投资理论上遵循均值方差分析进行投资管理。普林斯顿大学基金特别注重基金未来收益的增长，始终保持对股权投资的偏好。2010财年，哈佛大学教育基金收益率为11%。普林斯顿大学教育基金收益率为14.7%，耶鲁大学教育基金收益率为8.9%。

你想知道里面放的是什么类型的硬币的话，那就更有意思了。基本上哈佛就是一个现代货币投资工具的展览厅，几乎什么都有。一般来说股票最多，其次是实物，最后才是债券。大学基金投资于股权投资的比率超过一半或接近一半。股权投资包括国内股票投资、外国股权投资、新兴市场股权和私人股权。哈佛、耶鲁和普林斯顿在股权上的投资均高出大学基金在股权投资的平均比率。在股权投资中，对私人股权的投资比率明显较高。哈佛大学更注重对国外股权的投资，其比例为22%。对实物资产的投资比率日益增长。如商品投资、房地产、自然资源等。哈佛大学在实物资产方面的投资比例为23%。在固定收益债券投资的比例越来越小。美国大学教育基金在固定收益资产上的平均投资比率为15.3%，只有哈佛在该资产的投资为13%。这与近年来美联储量化宽松的货币政策造成高通货膨胀有直接关系，固定收益易被高通胀侵蚀，为保证基金的收益率必然要减少对该金融资产的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈佛的资产管理公司几乎是什么赚钱、什么风险最低就投资什么。他们的资产结构比例也明显的是一种固定比例的投资组合形式。这种投资比例符合现代投资学“鸡蛋不放在一个篮子里”的理念。同时它也突出重点，不会出现分散过度的问题。哈佛的股权比例高，可能奉行的还是长期持有的理念。至于债券占据比例较低，这主要是因为美国的国债市场不够活跃导致的。

即使人们知道哈佛的投资比例和高收益，许多基金公司，它们总是无法像这个钱袋子那样良好地运转，直到近来哈佛基金亏损，人们才突然意识到。原来这些黄金投资比例也是会出错的。在2008年，完全不设防、有点儿混乱的耶鲁管理方式的绩效就超过了哈佛。

不过哈佛人对此信心十足，在他们看来这是基金管理的必然。一个基金不可能永远高收益，总是有高有低。哈佛永远都是如此，会让人怀疑哈佛是不是也跟麦道夫一样具有见不得人的秘密。

毕竟，教育基金投资是一种公益性基金，因此在投资管理中必须将安全性和长期收益放在首位。同时寻找一个富有投资经验、具备创新能力和执行能力的管理团队是价值增值的前提。

从资金来源看，美国教育基金主要源自企业和个人财产有计划地捐赠，有明确的投资原则、投资目标和投资方案，每年均有年报说明当年的投资情况。哈佛近年更加注重抗通胀品种资产的投资（如房地产、自然资源等），而耶鲁和普林斯顿大学更偏好股权投资。大学基金在本轮的金融和经济危机中难免损失，但大多投资回报率较其他机构投资稍强，因此必须加强对宏观经济环境的分析，构建多重动态风险管理体系，为基金的保值增值护航。

第五节　哈佛投资天才米亚是如何投资的

2005年，哈佛大学当时的基金总额已经突破250亿美元。那时的哈佛大学捐赠基金的数额远远超过世界上其他任何一所大学，比紧随其后的耶鲁大学多出100亿美元。如此辉煌的业绩，离不开哈佛大学管理公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司首席执行官的努力。

哈佛大学管理公司前任首席执行官杰克·米亚是机构投资界的知名人物，在他任职的15年间，哈佛的资产从47亿美元暴增至260亿美元，年回报率接近16%。2005年10月米亚离职，并开设了自己的对冲基金。

为人低调，温和却具有强烈的竞争力，瘦而结实，衣着随意，不系领带，乘地铁上班，这就是哈佛曾经的投资天才杰克·米亚的个人特点。米亚是大学基金其他资产项目的开拓者。

与自己的前任不同，米亚不热衷股票投资，信赖多样化的成果，喜欢独辟蹊径。当多数人热烈的追捧股票市场的时候，他却采取冷眼旁观的态度，转而在债券投资上下工夫。在股票市场出现疯狂的牛市下，这种行为和疯子无异。同期因为股票的高涨，通胀随之而来，国债的收益和银行存款差不多，在别人的投资不断浮升的时候，哈佛基金却是慢腾腾的，一点儿没有跟上大盘的走势。许多人曾经认为哈佛雇用了一个不正常的基金管理者。

2000～2003年，当标准普尔500下跌了33个百分点后，这种战略在金融危机甚至整个金融市场崩盘后显现了它的战略意义，因为在那以后哈佛的捐赠基金同期增长9%。

从米亚的投资构成来看，是一类倾向于在多样化的基础上，进行危险对冲的策略。从某种意义上说，他的投资似乎更依靠宏观经济的看法，而不是计算，和多数宏观对冲基金可能类似。

1993年开始，美国进入一个通胀的低潮期，经济异常繁荣，高科技公司的上市推动，股票市场的资产效应十分明显。那是80年代以后最大一次股市造富的大潮。许多人因为股票价格飙升，一夜成为亿万富翁。道·琼斯的股市翻点的时间超过历史纪录。在经济学界弥漫超然的乐观情绪，有的经济学家声称，美国的繁荣正在开启新经济，互联网将是永不下跌的道·琼斯这类观点，不一而足。

细心的经济学家会发现这是个靠不住的繁荣，因为就在那个时代，哈佛的宏观经济学家索洛就指出，他根本没有从国民收入增长中找到计算机的成分，索洛甚至不满地质问：计算机的贡献在哪儿？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国政府提出信息高速公路的计划，谁也没有料到这不过是个噱头。要实现该计划，美国至少需要进行一次大规模的基础设施重建。这意味着美国政府必须靠赤字来维持投入，又意味着将从股市中分流很大部分的资金，显然，真的这么做了，股市很可能会因此下跌。这种理论上的冲突，至少从宏观上说是完全正确的。

格林斯潘显然在那个时候就看到了这种冲突，所以他不断地在利率上施压，防止资金从股市中流出。自然总有一天这类泡沫会破灭。

米亚所在的团队很清楚这一点，作为全球宏观经济理论最顶尖的地方，不可能不知道这是个再明显不过的宏观漏洞。这也导致米亚在这个时机，大规模投资那些安全避风港的债券和抗通胀股票。

正因为这个对冲机制可以预见有大规模的暴利，所以米亚更可能依赖外部的经理人。因为一旦哈佛的内部教授参与，就可能成为外人的口实，为了避免尴尬和舆论关注，米亚不停地招揽外部人才。在米亚的领导下，哈佛捐赠基金开始越来越依赖外部专业人才，尤其是基金经理人。1997 年底，只有 15％哈佛捐赠基金分派给外部的基金经理人，而在米亚离职时，这个比例达到约 50％。

1998 年牛市中，米亚担心无法留住自己辛苦招募并培养起来的基金人才，向监管哈佛捐赠基金的哈佛经营公司建议允许哈佛管理公司经营其他大学的捐赠基金，使米亚及其员工可以获得额外的收入。经营公司委员会担心其中可能存在矛盾，断然拒绝了他的提议，这引起了人才的大量外流。

2004 年米亚的收入达到 700 万美元。尽管以华尔街的标准，700 万美元的年薪合情合理，然而作为非营利性的大学机构却对发放给米亚及其基金经理人的巨额薪金持有异议。尽管哈佛校长知道外聘基金经理人也许要花费更高的代价，但是对于哈佛，一个非营利性机构来说，形象更重要。

总的来说，在米亚之前，哈佛的投资还从没有那么具有对冲基金投资的色彩。也正是因为这一点，高薪成为一种必然的要求。和别的基金不同，对冲基金的管理费从来都是水涨船高。当然这一点也激化了米亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和哈佛校方的矛盾。毕竟在一个传统的保守大学里，对冲基金的高风险，只能偶尔为之，长期出现，必然让学校担心资金的安全。就算米亚取得那么好的成绩，可是这不能让大家放心。

到 2005 年 10 月，备受争议的米亚离职。他开设了名为 Convexity Capital Management 的对冲基金，并带走了 30 名员工——几乎是哈佛大学管理公司的整个债券业务部门，同时也是创造了捐赠基金近年出众业绩的整个投资小组。

一个原本是哈佛基金的改革性人物，投资天才，就这样离开了哈佛。不过他的战略倒是很好地在哈佛贯彻下来。继承者埃利安，年轻时大部分时间在欧洲度过，是受过一流训练的经济学家——剑桥大学毕业，牛津大学博士——他一直认为他最终将回到学术机构。

“我管理着全球最大的新兴市场基金，媒体和市场对我的一举一动都密切关注。”他相信哈佛的竞争优势。“它有长期投资的视野、AAA 级的资产负债表、稳定的资金来源，以及吸引创意和人才的能力。”

公司自身管理约一半的财产，剩下的由外部管理公司进行投资，这是米亚的外部型对冲基金的政策的延续。哈佛大学管理公司将私人股本、房地产和大宗商品的投资外包，在新兴市场、债券和股票的投资则内外管理相结合。“混合模型是有道理的，”埃利安说，“挑战总是在于如何识别有增加值的资产类别。”

第六节　哈佛女财神为什么不惧背黑锅

“占领哈佛运动”示威者举着横幅和扩音器冲进哈佛大学广场。受到占领华尔街运动启发的示威行动组织者、图书管理员杰夫在哈佛创始人约翰·哈佛的塑像前喊道：“记住，这还只是个开头！”。这些参与示威的人都是哈佛大学的教职员工，哈佛大学 2009 年 6 月公布了裁员 275 人的计划，不少人都是属于被裁员序列。

在 2005 年以来的高风险投资中，全球第一“富校”哈佛大学基金损失了 110 亿美元。截至 2009 财政年，哈佛大学校友捐赠金已经缩水三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成。这意味着未来还会有更多的裁员举动。教工们把指责集中在哈佛大学校长福斯特身上，认为他对投资回报的关心甚于学术进步。还有人把怒火燃至哈佛前校长、前任奥巴马总统首席经济顾问的萨默斯身上。按照示威方的说法，抗议行为可能还会更“直接”、更“激烈”。

从私企股票、房地产到林业、商品，哈佛大学基金运作部门几乎无所不投。截至2008年6月30日，哈佛大学基金总数达到破纪录的370亿美元。但不久以后，堪比赌博的风险已失去控制。到2009年6月底，哈佛基金总额跌至250亿美元，学术部门和哈佛投资公司间的矛盾也随之升至沸点。

这好像是哈佛的艰难时世，神学院工资已被冻结。哈佛大学还被迫增发了15亿美元债券，使其发行债券总额达到历史最高值。哈佛看上去变成了投行。哈佛管理公司运营的哈佛捐赠基金是目前全美资产规模最大的一只大学捐赠基金。哈佛资产管理公司1974年成立以来一直保持骄人的业绩。在1988～2008年的20年间，哈佛捐赠基金获得了14.2%的年均回报率，尤其是在2007财年（2006年7月1日至2007年6月30日），投资回报率更达到23%，资产管理规模升至350亿美元。2005年，投资大师杰克·米亚离开哈佛基金公司后，这一巨型基金的管理职位3年间几次易主。

这就好像是个没人要的烂摊子，等待现任基金管理者的好像是背着前任的黑锅一样。现任管家简·曼迪罗是哈佛2008年7月从威尔斯利学院基金会“挖”来的。2009年，在《福布斯》杂志全球最具影响力的100位女性榜单中，曼迪罗名列第37位。

受金融危机的冲击，刚刚上任的曼迪罗就遇到了麻烦，之后她一直在困境中探索前行。

曼迪罗上任后的第一个举动就是将哈佛控股的企业资产以10亿～15亿美元的价格“割肉”。哈佛教授梅耶作为曼迪罗的老师在这一过程中起了关键作用。他认为：“曼迪罗最大的优势就是她对每一种资产都非常熟悉。她非常聪明、专注，而且处乱不惊。”7月份，曼迪罗走马上任。当时市场已经显露出崩溃的迹象，但哈佛管理公司2008财年还是获得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



8.6%的收益率，基金规模则达到创纪录的370亿美元，同期标普500指数下跌了13%。

曼迪罗在2009年5月底接受哈佛大学校报采访时这样解释："我们主动管理资产，每天交易，与市场息息相通，但市场矫枉过正得太快、太深。在这段时间里，市场动荡的幅度和速度都是前所未有的。"

曼迪罗其实是替埃里安等前任投资官的高风险策略"背黑锅"，但她却没有过多指责别人。她认为："无论是投资的地理位置还是投资的渠道、类型，基金的投资非常分散。分散风险是好事，但并不能保证回报率永远是正的。尤其是当所有资产类别都在贬值的时候，分散风险也无济于事。"

曼迪罗的说法本身是有着深厚的投资经验和理论支撑的，那些最有效的基金，总会在某一段时间内出现亏损。这主要是因为过去的战略不再适应市场导致的。哈佛捐赠基金遭受重创的原因在于此前借贷和杠杆应用过多。此外，还有过分偏重于投资私募基金以及大宗商品。曾令基金收益颇丰的私募股权投资市场的下滑速度要远远大于市场的整体水平，而且亏损幅度难以预计。"在过去几年，哈佛管理公司的资产分布得很好，但在熊市中，这两方面的确带给我们不少负面影响。"曼迪罗这样说。

理论经济学家研究证明，基金经理并不能避开系统风险。不过他们的策略经常会滞后市场，这样亏损是不可避免的。就算是索罗斯，也不能避免亏损。这是正常的现象。

与埃里安和卡普兰喜欢与下属交流的作风相比，曼迪罗并不喜欢和下属的投资组合经理交流日常的买入和卖出交易，而是更专注于那些宏观策略的制定。显然，在当时的宏观经济的条件下，现金才是最重要的。

曼迪罗的策略是现金策略，这在金融危机中是很现实的做法。在哈佛捐赠基金2009财年年报中，她还降低了所有流动性差的资产的配置比例。比如转让或放弃净投资比例尚未超过5%的私募基金投资，降低锁定期较长的房地产领域投资，退出明显高估的市场转向价格低估的资产，将更多资金投向固定收益证券投资领域等。在去杠杆化的道路上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



曼迪罗也不留余力地贯彻其预先制定的目标。2009 年年报显示，基金的现金比例从 2008 年的－5%提高到了－3%，到了 2010 年，现金比例则提高到了 2%。“我们需要有更多现金在手中，这样才能更具流动性，更灵活。”曼迪罗这样说道。

曼迪罗敢于背黑锅，从某种角度上说，也和她个人的现金策略偏好有关。一般来说，资产管理受到领导者风格的影响特别大。只有她的决策成功了，赢利行为才可能变现。

随后，曼迪罗又对投资管理结构进行了一系列调整。哈佛管理公司的一大特色就在于内部投资（自己决定投资去向）和外部投资（选择外部投资管理人进行投资）相结合。而曼迪罗认为内部投资管理人的投资业绩并不比外部管理人差，因此她大大提高了内部人管理的资产比例，这样不仅更加透明，而且降低了成本。

经过这一年多的修复，基金的情况已经大有改善。在截至 2010 年 6 月 30 日的 2010 财年，哈佛基金增长了 11%。

第七节 华尔街的神话是通过哈佛的理论一步步成型的

16 世纪初期，一群荷兰人的小型舰队驶抵刚刚发现的新世界。这批极富开创精神的荷兰商人，在曼哈顿的南部，建立了一个繁荣的殖民区，并称它为新阿姆斯特丹。后来这个地方被英国人夺取，几个世纪后成为美国最大的商业中心纽约。也是早期到这个新世界来探寻机会的人必经的落脚口岸。

作为“海上马车夫”的荷兰人，他们在旧世界的时候，懂得不少金融方面的事务。这些人是探险家、企业家、投机客。当然，他们也是精明的交易商。1626 年，荷兰人把这块土地从当地人的手里骗了过来。荷兰人用一些不值钱的杜松子酒和火枪，以相当于 24 块钱的价格，把这块后来成为有史以来最昂贵的土地买下来。这些荷兰人以极低的代价，就取得了曼哈顿岛的控制权。今天，这块土地的价值何止当初的亿万倍。

后来，沿着这条窄窄的、风很大的通道，开始发展出一条极富特色

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的文化。这个地方，我们现在就叫华尔街。从早期荷兰人掌管开始，到后来英国势力进驻，以及现在成为全世界的金融重镇，华尔街一直都是一群多彩多姿而又特立独行的人驻留的地方。这里的人能从混乱之中攫取好处，他们极爱承担风险，然后从险中求得庞大利润。有人在这里创造了财富，但也有人倾家荡产；有人能扬名立万，但也有人搞得身败名裂。

华尔街是一个投机者和赌客们津津乐道的地方。如今美国多数的大金融机构的驻地已经不在这里，不过，美国人仍然把它看成是美国金融的象征。投资者最自豪的事情是：在而立之年在交易所有一个席位，然后在华尔街给自己的事务所立块牌子。

美国人的所有辉煌，现在都打上这个不起眼的街道的名字。美国人经济庞大的象征，那是华尔街。全国销量最好的报纸之一是华尔街日报。全国最有钱的人物聚集在华尔街，当然全国最有名的大骗子同样也在华尔街。

与这个地方的喧嚣不同，另外一个地方，永远都很安静。那就是被人看成是美国学术精神代表的哈佛大学。

你不进入华尔街的生态链，很难了解这两个地方千丝万缕的联系。华尔街最顶尖的人物，各行各业，做股票，做期货的，做债券的，从业于投行的，工作在对冲基金的，排名在前几位的肯定离不开哈佛。甚至这些行业的代表人物，他们也十有八九是哈佛的毕业生：股票的价值之父威廉姆斯那，期货期权衍生品之父默顿，高盛的总裁，财政部的部长，美联储的主席……统统都是哈佛的毕业生。

不管你想不想知道这一切，哈佛对于华尔街的重要就是如此直截了当。开玩笑地说，华尔街不过是哈佛毕业生的工作基地。按照哈佛学生的看法，普通学生最不愿进入的也就是这个华尔街。通常华尔街也吸纳了来自哈佛的绝多数学生。

而教授们对华尔街的影响是另一类。人们经常听到某某哈佛教授担任某基金的顾问。甚至在哈佛与经济相关的专业院系里，几乎找不到没有在华尔街做过研究或者兼任职务的教授。那些最刁钻的计算问题，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常都是由哈佛的教授们解决的；那些最新鲜的投资工具，总是在校园里设计后才摆到投资者面前的。

这就是如今哈佛大学对华尔街无所不在的渗透。从人员到产品，几乎看不到和哈佛大学无关的因素。这里面就产生了一个让人不得不追问的问题：哈佛的这类表现和华尔街的辉煌是怎样的关系呢？是华尔街的神话吸引了这些教授，还是教授们创造了神话？

回答这个问题并不难。从来没有看见一个没有教学经历和完整研究生教育的人，能够安然地流动回哈佛的金融学研究中。华尔街是学生们最差的选择。更有意思的是，华尔街最为倒霉的时候，总是哈佛声誉最好，行将出现大变革的时刻。也就是说，从历史上看，不可能是华尔街的辉煌造就了哈佛，真实的关系也应该是倒过来的。

在华尔街赖以为生的那些大规模的杀伤性武器的设计中，没有一个来源于华尔街自己的创造。他们的黄金岁月，基本上是哈佛学生们在课堂上先知先觉在市场中创造出来的，单靠华尔街自己，永远看到的是图表分析师的胡言乱语。如果考虑到图表分析师们的历史，便会更加确定这一点。

把最新产品引入市场的，经常缘起课堂上的灵光乍现。比如我们知道的欧奈尔先生的日平均线，其实不过是数据统计系统的变形。这个统计表示方法最初不在华尔街，而是在哈佛的课堂上。套利方式，商人经常在使用，不过它的专利权应该归于在哈佛上学的罗斯。那些复杂的公式计算，绝不是数学平均水平在初等代数水平的图表分析师能够理解的。更别说只上过五年级的道·琼斯先生了。把数学公式广泛引入投资的是萨缪尔森，而不是别的某个人。

这些小小的不起眼的哈佛工具，每一次大规模的使用都引发一场革命，造就华尔街一次辉煌。20 世纪 60 年代，杠杆和白手套早就是战后第一次牛市。美国依靠华尔街击垮了百年的伦敦金融中心。70 年代，对冲基金通过套利让美国成为第一大金融市场，造就了最为强大的金融机构和公司，包括微软在内，都是借助私募股权和风险资本结合的风投闯进这个世界的。单单这一项，就让美国的这一市场规模等于世界其他国家的总和的 8 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



80年代的垃圾债券差一点儿让欧洲和日本成为这些债券的买单者，而对冲基金数次凭一己之力击垮英格兰银行、打败日韩的金融货币政策，让华尔街成为美国实力的新象征。即使美国不动用武力，他的金融也可以征服世界。90年代，尽管现在看上去华尔街的繁荣在消退，我们仍然能够从中找到华尔街的昔日辉煌。

正是在过去的半个世纪里，哈佛大学的这些创造和理论成果，使得我们今天的华尔街看上去像个神话，即使里面的华尔街已经成为空壳，人们仍然对其无限遐想。只不过，许许多多的人仅仅只是停留于表面而已。以为仅靠赌博和胆大妄为就可以缔造华尔街的辉煌，只要知道哈佛的这些内幕，你就知道那不过是痴人说梦。那些投机和赌客永远就像是赌场的客人，而真正握庄的赌场主人，不在华尔街，而在哈佛那些精英的思想里。

第八节　哈佛诺贝尔奖得主为什么做了长期资本公司的虎皮

罗伯特·默顿于1944年出生于美国纽约。默顿的父亲罗伯特·K.默顿是哥伦比亚大学著名的社会学家。默顿从小就对金融市场和交易有极大的兴趣，10岁时就买了他的第一个股票，十几岁时就进出于经纪公司。默顿小时候还对数学特别感兴趣。

在加州理工学院学习时，他仍然十分关注金融市场。他早上6：30就去一个经纪公司进行股票和场外期权的交易，直到8：30再去学院学习，在那里他形成了对金融市场交易过程的直觉，这种直觉对他今后从事的期权定价理论研究有莫大的帮助。

默顿在期权定价理论和金融工程学上的研究成果极大地促进了全球金融衍生品市场的繁荣。默顿本人也是他的学术成就的受益者，1993年默顿与另外9人组成了一个名为“长期资本管理”的公司，该公司把布莱克—默顿—斯科尔斯二十年前创建的理论在实践中加以运用，公司成立三年，每年回报率高达40%，其中默顿分享的利润超过10亿美元。1997年他获得了诺贝尔经济学奖，1998年长期资本管理公司倒闭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上面所说的就是哈佛大学商学院金融学教授罗伯特·默顿，他是哈佛大学最高级别的“大学教授”，是现代金融学开创者之一。直到长期资本管理公司清算，默顿才发现，自己正处于风口浪尖。除亿万资产化为乌有外，他的声誉也受到极大损失，在长期资本管理公司倒闭之后，当他决定自己开一家对冲基金，居然找不到投资合伙人。

默顿参与长期资本管理公司，可谓是人生最大失败之一。在长期资本管理公司中，他不幸成为别人鼓吹业绩的虎皮，在不知不觉中成为牺牲品。1991 年，所罗门公司爆出参与非法投机交易的丑闻，麦利威瑟因涉嫌参与其中而被解雇。纽约证监会出面给他彻底平反。愤怒的麦利威瑟拒绝了所罗门公司大股东沃伦·巴菲特让其主持公司套利部门的邀请，在报复心理与找回清白双重情绪的作用下，开始组建长期资本管理公司。麦利威瑟在组建公司时将一大批专家学者招募到自己麾下，包括统计数学和电脑模拟交易方面的顶尖高手，其中，斯科尔斯和默顿也被长期资本管理公司纳入旗下。

麦利威瑟还成功募集到了 25 亿美元，这一数字是正常对冲基金初始资金的 100 倍。长期资本管理公司也和许多对冲基金的投资集团一样，把注册地选择在避税天堂开曼群岛。在麦利威瑟的主导下，长期资本管理公司开始打破常规，采用高风险、高回报的投资理念来吸引客户。这种本来应该被反对的做法，常常因为基金的成功，反而显得更加正确，由此更加激发基金经理人高风险交易的偏好。默顿和斯科尔斯两人不断研究出更加复杂缜密的投资模式，开始利用一切机会，甚至不惜满仓操作和借助杠杆效应来支配更多资金进行投机。

后来，长期资本管理公司的投资失败还是给各个银行和基金投资人带来了巨大的损失。当公司业务节节败退并慢慢暴露于媒体之后，世界各地的资本市场都受到了无可避免的震荡。瑞士著名的 UPS 银行由于长期资本管理公司的投资失败而产生高达 10 亿美元的损失。法国兴业银行也在这桩生意中损失了 6.5 亿美元。

在默顿工作时期，他一直以为自己是在将自己的理论化作现实，这是对人类的金融发展的重大贡献。为此即使很明白地知道，麦利威瑟不过是个小混混而已，和学术界的人物根本不是同路人，默顿依旧想尽办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



法实现自己的想法。殊不知，在这个时候，麦利维瑟根本就没有认真地听取默顿的建议，孤注一掷地将资金投放到俄罗斯金融市场上。在麦利维瑟看来，默顿和斯科尔斯不过是两个书呆子，根本无法理解华尔街第一基金管理者的高明。

默顿很谨慎地对俄罗斯市场表示怀疑。等到俄罗斯政府宣布违约后，这个世界上曾经最大的基金公司不得不靠华尔街14家最大的公司联手救助。

人们一直想问，既然默顿理解这一点，为什么还要加入长期资本管理公司呢?

平心而论，这可能和默顿本人的个性有关。同许多教授不同，默顿似乎更加倾向市场，一种从理论到现实的动机强烈刺激着他。另外在他的同行里，一些俄罗斯的经济学家无疑起了推波助澜的作用。人人都在把俄罗斯看成是一个巨大的淘金场所的时候，再怎么理智的人，也会不免伸头去看。只不过默顿过度自信，终于让自己在利诱下踏入了一个巨大的陷阱。

第九节　为什么哈佛教授建议中国人不要投资美国房地产

与股票相比，投资房产，不论是在中国，还是在美国，都有一定的意义。因为在你居住的地区，相对于外来的投资者，你会有相当于“内部人”的优势，知道一处房产的好坏。你还可以自己决定把房子租给谁。足够小心的话，房产投资的回报也不错。

房产投资是一项有风险的投资，房价有涨有跌，但可用于资产组合的多样化。你有10万美元准备投资，我认为投资房产比投资股票更好。但你买房只是希望价格上升，而不去了解租金的水平，那么风险就会更高。

你也可以投资于房地产信托基金，这些基金购买房地产并出租，你就可以分享租金收入。也有一些激进的信托基金，购买房地产，希望价格上涨。这就和买股票差不多，可以投资于公用事业股，分享红利，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以投资成长股，虽然没有红利，但希望价格能上涨。这方面，应该是政府提供多样性的产品，但由市场来定价。

兹维·博迪，哈佛大学客座教授，他也是目前最受欢迎的投资学家之一，以上是他在来中国后针对美国住房投资给中国投资者的建议。

对于房地产投资，博迪有自己的看法，比如在他看来，房地产的投资只是一种被忽视真实价值的投资。对普通人和家庭来说，不算他们自己的劳动力资本，住房确实是他们的主要资产。对房屋所有者来说，他住在其中，他就既是消费者又是房东，房屋价格下降，一方面他会觉得资产缩水，另一方面，租金下降，他就会受益（因为他住在房子里的机会成本减少了）。显然，房地产投资更像是一种资金幻觉，而不是真实的价格投资。

博迪认为，对于房子，有钱，也可以买来自住。这位教授相信美国的金融体系有很大的灵活性，会很快恢复正常。历史上在美国，很多人担心经济衰退，但并没有发生，而在 1997 年亚洲金融危机时，金融系统导致整个经济的崩溃，这是第一次由房地产导致的，但其实影响是很平缓的，到 2008 年其失业率只有 4%～5%，但欧洲一般有 10%。虽然信用紧缩，但好企业还是可以拿到贷款的。中国也需要灵活的金融体制，来做经济的缓冲器。

博迪之所以反对中国人投资房地产，主要是因为本地人更有优势。在他看来，普通人应该让专家来做这件事，比如共同基金，对冲基金。中国机构可以向新加坡学习，进行全球投资。购买 IBM 公司的硬件部分，即使有的公司在美国做得不理想，但中国也可以学到急需的技术。他不认为中国人应该投资美国的房地产市场，日本投资了美国的房地产市场，但最后损失惨重。因为对于外国人来说，美国人更了解美国的房地产市场。

在投资学的研究者那里，有些投资品，比如房地产，在经济学和投资者中，只是一类抵押品。其价值永远来源于评估，房地产本身的价值一直被经济学家的质疑。抵押品被人为因素影响特别强，这意味着操纵现象的危险也很大。

这方面美国并不是最坏的例子，像东南亚的国家，都出现过房地产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资吸纳大量流动性资本导致经济危机的先例。对于学术研究者来说，房地产的抵押品价值被认为是无法精确进行量化的，甚至连风险也取决于银行的风险评估表，在这种情况下，投资学家都抱着怀疑的态度参与房地产投资。

此外，房地产投资在许多投资学家眼里，只是一种税收承载体而已。像美国在内的一些国家，房地产主要是作为不动产税的主要税源。在投资学家看来，之所以对其采用高税收政策，很重要的原因是，高税收可以把资金真正吸纳到更有价值的投资市场。换言之，在投资学家眼里，房地产是个坏的投资市场。

即使在凯恩斯的时代，房地产也被认为是有价证券的大敌。因此保守的投资学家不太愿意谈及房地产。

理论上，在发达国家，房地产只是作为存量的资本形式存在。属于流动性最差的资产。在金融围绕流动性的结构上，这意味着它的风险可能很高。因为通常只有最能够变现的国债和银行存款才是最安全的。

所以在这个意义上，房地产的不安全性也是最大的。在美国的多数地方，人们已经逐渐放弃将房地产纳入投资品的范围。次贷危机并不是房地产直接的危机，而是债券的危机。这其中致命的因素就是房地产的流动性太差，导致次级债券更加脆弱。

既然房地产流动性很差，安全性低，自然是有高收益的。不过房地产的高收益还要受到各种因素，比如人口和经济周期的影响。在这种情况下，购买美国的房地产，就有可能购买了大量不良资产。对于希望有流动性的中国人来说，这不是个好的投资机会。

第十节　为什么哈佛教授认为黄金是一项高风险投资

哈佛大学经济学教授马丁·费尔德斯坦认为，在国际市场中，黄金仍然是一项高风险投资。

2008年迪拜债务危机的背景下，世界不少的金融市场受到牵连。人们担心金价会继续走高，因此大肆抢购黄金。正是这种对黄金的狂热追

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



求使得黄金价格从2005年的400美元/盎司飙升至2009年12月的1100美元/盎司。

哈佛经济学家费尔德斯坦认为，个人投资者不仅仅购买个别政府铸造的金币，还会购买金条、黄金ETF、黄金期货和金矿公司的股票。而且，买家不仅仅包括个人，还有机构和主权基金。印度央行就在2009年11月份从国际货币基金组织买入了200吨黄金。

对冲通胀和美元潜在风险才是购买黄金的主要原因。美元兑欧元在2009年贬值10%，也足以让美国以外的投资者们对美元表示失望。由于对伯南克的低利率政策长期的通胀压力表示担心，所以刺激更多的人购买黄金保值。

黄金真的能很好地对冲这两种风险吗？费尔德斯坦认为答案是否定的。黄金要对冲通胀，必须保持和物价指数同步的增长才行。

1980年金价是400美元，10年后美国消费者物价指数（CPI）上升60%以上，金价还是在400美元。到2000年，美国CPI是1980年的2倍多，黄金价格跌至300美元/盎司附近。

显然，持有黄金并不能做到这一点。更有意思的是许多国家的中央银行由于贬值，还大规模的抛售黄金。黄金仅仅作为一种名义上的资产而已。

费尔德斯坦认为，国债比黄金更安全。美国政府提供了一种很好的通胀对冲工具——通胀保值债券（TIPS）。10年期TIPS不仅仅支付利息，具有紧跟CPI的特性，而且还会提供略高于1%的实际利率，TIPS最后会以当初购买的名义价格支付，从而形成通缩对冲作用。

1980年美元/日元比价为200，25年后已经跌至110。1980年和2005年的金价都是400美元/盎司，持有黄金还不如直接购买日元炒汇。有一位日本投资者持有美元股票或者房地产，那么他倒是有可能通过购买日元期货抵消汇率损失。这种情况同样适用于持有欧元的投资者，他购买黄金可能一无所获，但是购买欧元期货的话就能抵消美元贬值的损失。

费尔德斯坦还认为，黄金是高风险、高波动性的投资。与普通股、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



债券和房地产不同，黄金是没有潜在收益的，投资它纯粹是以投机为目的。谁也不知道，在未来的时间里，黄金的价格会怎样，有可能跌至500美元/盎司，也可能涨到2000美元/盎司，它的未来难以预料。

那么，为什么费尔德斯坦会有如此观点呢？这和黄金的没落有关。

黄金在经济学家的眼里，就和欧洲的贵族一样，是一种旧时代的纪念品而已。凯恩斯主义盛行后，使用黄金和金本位制度，被看成是一种野蛮制度的残余。尽管这话具有主观性。不过至少说出了黄金的弱点。

在历史上，黄金这样的产品，一直是投资者最信任的东西。黄金一直被看成是交易工具的完美体现。它性质稳定，不溶于水，耐高温，耐盐碱。最关键的是稀少，可以有效切割。

从原始时代人们就已经开始注意到它的这种价值。直到现在，哈佛的历史学教授弗格森都对它的历史作用赞叹不已。不过，金光闪闪，无法遮掩各种弱点和缺点。黄金产品终归是有形的，移动黄金必须要受到各种时间和空间的条件的约束。要作为一种资本来说，资本必须不停地流动才会获得收益，投资依靠的就是涨跌的瞬息万变。

黄金不能迅速地变化，对于投资来说，这种稳定对于资本的流动和扩大是相当不利的。人们不可能为了一场微不足道的交易，准备巨大的船舶运输，何况，运输也要耗费部分黄金作为酬劳。这对于交易来说，是在无形中增加交易成本。

尽管人们诅咒纸币的通胀破坏生活，可是我们如果仍然生活在黄金的时代，最简单的一笔投资也需要数个月的时间，和你的经纪人订下的一次交易，结算将是几个月后的事情，而此时市场已经发生变化。你买卖的是一些商品的话，你可能除去赔掉商品外，还要面临合同违约的风险。

正因为如此，大规模的交易不再需要黄金，所以黄金退出市场是一件迟早要发生的事情。同样因为上述的原因，它也不可能成为人们投资的一种大规模的产品。所以如今它存在的形式，实物交易已经很少，而且变现很难。

除此之外，黄金退出投资，这也是区分现代投资学和传统投资学的标志。黄金退场前，世界永远不可能诞生证券市场。第一张银行券就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

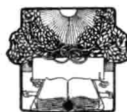


作为黄金的代用券出现的。历史证明，证券投资天然有替代黄金的属性。投资要扩大，必须对黄金说“不”。货币天然是金银，但金银天然不是货币。

现代投资学的每一次大规模的进步都和突破黄金的限制有关，如果不是尼克松放弃管制黄金和美元，就不可能有外汇市场的扩大，也就没有金融管制放开，更不可能出现衍生工具的大爆炸，也不会出现如此发达的金融市场。大英帝国金本位制度的一百年里，总规模仅仅相当于如今美国一个最小的商品期货交易所大小。

所以，从长期来看，经济学家不会赞同黄金投资的合理性，黄金在某种程度上，只是一种故去的回忆和纪念而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章
为什么投资常令人困惑

第一节　投资并非大多数人想象的那样

“投资”这两个字想必大家都不陌生。近些年来世界的经济发展可谓日新月异，投资市场和投资品种也是渐渐地丰富和完善起来，靠投资致富的人也越来越多了，但是，很多人对投资的理解有点儿狭隘，他们对投资的理解往往是好莱坞影片中的投资方式。其实投资并非大多数人想象的那样。

在大多数的人的眼中，投资是一个充满戏剧性、激动人心的过程，提起投资，他们的脑海里就会浮现出这样的一幅场景：场内经纪人在交易日的开盘时大喊买订单或者卖订单，或者是某位富豪在一场交易中赚到数百万美元，或是股票价格暴跌后，投资者跳楼自杀。这就让有些人认为，投资需要冒很大的风险，要有非常好的运气，还要挑选最好的时机，还需要市场上有热点，投资者能够迅速收集所有的投资消息等；更有一些人是这样认为的，把钱交给一些内行的人，让他们帮自己赚钱，这才是投资……其实在这些人眼中的投资并不是真正的投资。

真正的投资是很枯燥无味的，它仅仅是一个由固定程序、策略和一系列能使人变富的措施组合而成的计划。换另一句话来说，投资是一个通过机械操作而达到富裕的过程。更简单一点儿来说，投资是指货币转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



化为资本的过程，在这一个过程中，不同的人可以采取不同的方式，所以投资对不同的人有不同的意味。

当人们在谈论投资的时候，其实他们是在谈论不同的东西，却还以为是在谈论相同的事物，他们总是把自己的投资方式当成是真正的投资，这也是为什么投资总是令人感到困惑的原因。因为大多数人所谓的投资并不是真正的投资。对于投资，你说东，他说西，自然不会弄明白其中的奥秘。就像对于哈佛大学来说，推出免费的在线课程也是一种投资。

2012 年 5 月 3 日，哈佛大学和麻省理工学院宣布一项名为“edX”的合作计划，该计划将提供这两所大学的免费在线课程。2011 年 12 月，麻省理工学院就已经进行过类似这样的投资工作，在 2012 年 3 月份开始《电路与电子学》的教学。截止至 2012 年 5 月 3 日，这个课程已经吸引 12 万人报名，其中有 1 万人已经通过了期中考试。据媒体报道，“edX”将吸取麻省理工学院的这次公开课的经验，开放五项课程。两所大学承诺将为该项目各出资 3000 万美元。

像这样的投资活动，也只有学校之类的机构能够体会到其中的奥妙，普通人是不会把这个当成自己的投资的。从麻省理工学院的《电路与电子学》课程项目的经验，哈佛投资 3000 万美元推出五项课程，得到的回报绝不会仅仅是 3000 万美元。而据媒体报道，之前斯坦福大学、普林斯顿大学、宾夕法尼亚大学以及密歇根大学宣布与 Coursera 合作，开设在线免费课程，还获得 1600 万美元的风险投资。从中我们也可以看到，哈佛大学的这项投资计划会给自己带来不少的风险投资资金。

对于哈佛大学来说，做这一项投资并没有什么戏剧性或者是激动人心的过程，它仅仅是按固定的程序把课程免费在网络上推出，从而等待这个课程为自己带来的回馈。所以说，投资并不是大多数人所想象的那样，投资比大家想象中枯燥无趣多了，它仅仅是一种把资金转换成资本的过程。

总的来说，投资可以分为实物投资、资本投资和证券投资。实物投资是以货币投入企业，通过生产经营活动取得一定利润。资本投资和证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



券投资是以货币购买企业发行的股票和公司债券，间接参与企业的利润分配。而绝大多数人所说的投资，常常只是证券投资中的股票和基金之类的投资而已。

真正的投资由于涉及的领域不同，它可以分为股票、债券、共同基金、房地产、保险、商品、储蓄、收藏品、贵金属、对冲基金等不同的类型。不同类型的投资所涉及的各种因素自然不一样。所以我们谈投资的时候不能一概而论。

而且不同的人所追求的投资也有所不同，而不同的投资在他们眼中的价值也是有区别的。就像有些人以孝敬父母为先，这样的人会选择投资于大家庭，因为大家庭是赡养年迈父母的好方法；而对于那些想要谋求好工作的人，他们就会投资于良好的教育、工作安全和各种福利，对于这些人来说，他们自己本身和他们可以出卖的技能就是他们的资产，所以他们会在自己身上投进更多的成本；在美国，约有一半的人投资于外部资产，他们拥有各种股票，因为他们已经意识到工作安全和终生雇佣根本不能保障他们的后半生。

也正是因为他们对投资的追求不同，所以，他们对投资的理解也就会有不一样的理解。会产生这样的结果是因为投资是一个非常广泛的课题。我们可以投资许多不同的事物，我们生活中的一切都是因为有人投资才会存在。为我们提供方便的电，供我们行走的道路，我们住的大楼等，都是因为有人投资，才有了它们的存在。可以说，投资在我们的生活中无所不在，并不像大多数所认为的那样，只是少部分人的生活方式。

第二节　其实投资并没有什么高深学问

由于大家对投资的认识有偏颇，所以在大多数人的印象里，要想投资成功，就需要有非常高深的学问，这就出现了那些把自己的金钱交给别人去投资的现象。其实，投资并没有什么高深的学问。就拿大家所熟悉的证券投资来说吧。

2002 年，在伦敦《金融时报》每年一次的竞赛上，出现了一个 5 岁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的小姑娘。这位小女孩从《金融时报》证券交易专栏列出的300页的上市公司名单中随机选择了一些股票。一位女士用转轮的方式也选择了一些股票。大家把她们所选出来的股票的赢利情况跟顶尖的金融分析师的赢利情况做对比。一年过后，那个小女孩轻而易举地赢了。她的股票上涨了5.8%。而那位通过转轮盘的女士损失了6.2%，输得最惨的就是那个顶尖的金融分析师，他的投资组合损失了46.2%。

从中我们可以看到，没有什么高深学问的5岁小姑娘只是随机选择了一些股票，就轻而易举地击败了拥有高深学问的顶尖金融分析师，即使只是使用转轮盘的方式选择出来的股票都能够比那位专业人士选择出来的组合损失得少。从这一点我们可以清楚地看到，能够成功投资并不需要什么高深的学问。

世界投资大师巴菲特也曾经说过这样的话："如果高等数学是必需的，我就得回去送报纸了，我从来没发现在投资中高等数学有什么作用。"从中我们也可以看出，巴菲特也不认同投资需要高深的知识这一说法。现在社会上有很多人把投资过于神秘化，有很多评论专家更是把投资说得神乎其神，不但各种概念满天飞，而且还把许多非常高深的数学模型、复杂的技术指标、眼花缭乱的走势图表都通通搬过来。其实，真正的投资就像生活常识一样简单，简单得不能再简单。

在哈佛大学商学院中流传着这样一则小故事：有两位经济学教授在校园里散步，走着走着，他们忽然看到前方的地面上有一张很像是10美元的钞票。其中一位教授正准备去捡这张钞票，却被另一位教授拦住了，他说："你怎么能轻易相信这张钞票是真的呢？如果是真的，早就被人捡走啦，怎么可能还等到现在让你来捡？"

那位教授一听，觉得也有道理，正在犹豫之间，一位乞丐也看到了这10美元的钞票，他毫不犹豫地跑过来，迅速捡起这张钞票，想也不想就去旁边的麦当劳商店买了一只汉堡包和一大杯可乐，津津有味地吃起来。

从这则小故事中我们可以看到，正是那些拥有高深知识的人把事情复杂化了，他们会利用自己所拥有的知识对自己所遇到的事情做出一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析，然后才会做出决策，之后才去行动；而那位乞丐想都不想，看到了钱就捡起来去买吃的。其实投资也是一样，它本身是再简单不过的了，都是被那些拥有高深知识的分析师炒得复杂了。

1973年年中，《华盛顿邮报》股票的内在价值为4亿～5亿美元，但是奇怪的是在当时的报纸上看到的这只股票的市值只有1亿美元。巴菲特说，要了解并计算这只股票的股价和价值的比率，并不需要特别的洞察力，大多数证券分析师、股票经纪人、传媒公司管理层都能轻而易举做到这一点。因为当时的《华盛顿邮报》经营状况良好，这样，它的内在价值肯定能够不断增长。但是大多数人没有看到这一点，并不看好这只股票，于是市场上这只股票的价格不断地下降，其实这也是从另一个角度增加了这只股票的内在价值。

这是一个很简单的事实，但是大多数的投资者都宁愿相信各种复杂的数学计算，而看不到这一点，只有不相信"投资需要具备高深知识"的巴菲特看到了，他在此期间开始大量买入这只股票，据报道，这只股票从1973年到1974年间，市值从1060万美元下跌到800万美元，向下调整了25%。但是，巴菲特都没有抛售过，他一直坚持持有并不断买进。截止至2003年年底已持有30年，赢利12亿美元，增值128倍。

从这个事例中我们可以看到，投资并不需要什么高深的学问，就拿上面举的例子来说，只要经营的公司前景看好就可以了，而不需要去做过多的计算或者是研究该公司的股票价格在市场上的走势如何。看看巴菲特的投资赢利结果就可以证明了这一点。

就像投资建立一个企业也是这样，只要看好了行业的前景，你就可以投资，也许你没有相关方面的知识，但是你可以聘请这方面的专家来为你管理这家企业。谁说投资一个企业就得亲力亲为？只要有资金，就不愁找不到人才。

巴菲特在为《聪明的投资者》写前言的时候也曾经明确说过："成功的投资生涯不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光，或是内幕消息，所需要的只是在做出投资决策时的正确思维模式，以及有能力避免情绪破坏该模式。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所以，我们不需要质疑自己能不能投资，因为投资并没有什么高深的知识；只要能够判断一个企业经营的好与坏，一个行业是否有前景，我们就能够为自己的投资做出正确的决策。

第三节 投资是计划，不是产品或过程

在很多人的脑子里，投资就是一种产品或者是一个过程，所以，很多投资大师或者理财专家都会遇到过这样的问题："我现在有多少多少钱，请问我适合投资什么？"或者是"现在投资什么最能赚钱？"但是几乎所有的投资大师或者是负责任的理财专家都没有给出一个特别明确的投资什么产品的投资建议。这是因为投资是一个计划，而不是一种产品或者是一个过程。

当然，在我们的生活当中，很多人为了自己获利，会很不负责地向别人推荐一个投资产品，就像交易系统大师范·K. 撒普所说的那样，他经常听到这样的广告：

你知道真正的财富是如何年复一年地被创造出来的吗？它完全是由农业创造的——因为人们必须要有吃的。当你考虑最近的天气变化时，你可能会认为粮食会出现短缺，这就意味着未来的粮食价格会上升。即便是仅仅投资 5000 美元，你也能够控制大量的粮食。如果粮食价格朝着对你有利的方向仅仅移动几美分，你就可以发一笔小财。当然，这是有风险的。人们会因此而赔钱，也确实有人赔了钱，但是如果我的话正确，那么想一想你会赚多少钱呢？

听到这样的广告可能会真的有人动心，乍听之下都会觉得它说的也有一定的道理，甚至有人会觉得自己不可能就会是那个倒霉鬼，自己应该就是那个能够赚钱的人。他们会这样认为：别人能够从中赚到钱，为什么我就不能？就这样义无反顾地一头扎了进去。他们对自己的生活没有太多的想法，只是抱着一个赚钱的念头，于是只要社会上兴起什么投资产品，他们都会去尝试一下。结果就导致了投资者在寻找热门投资的过程中，花费大量的时间去问别人他该买什么、该卖什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其实每个人的投资都是非常个性化的，我们每个人在市场上获利的起点都不一样，每个人的创富之旅都是始于不同的道路。有的人自主创业，有的人投资自己的工作技能，有的人购买彩票，而有的人投资股票……不同的人适合不同的道路。这也就是为什么我们现在社会上会存在那么多的投资产品的原因。

就像是社会上存在着那么多不同类型的小汽车和卡车的原因一样。因为世界上存在着各种形形色色的人，由于每个人所处的环境不一样，家庭成员的数量不一样，家庭所需要的汽车的类型也就不一样。例如单身贵族不可能去买一辆可以载 7 个人的客车，但是赡养着双方父母的小家庭就有可能需要这样的客车。而从事生产的人宁愿要一辆运货汽车也不会要两个座位的赛车。投资产品也一样，针对拥有不同资金人会有不同的投资产品，而且针对不同行业的领域，也会提供相应的投资产品。

投资产品数量的丰富并不代表我们的投资就是一种产品，这些投资产品其实就像是那些交通工具一样，把我们从一个地点运送到另一个地点。当然这里的“地点”并不是指我们所能够看得到的空间地理位置，而是我们在财务上的一种变化的状态。也就是说，投资产品能够让我们在财务上从现在的状况在未来某一时间达到我们所期望达到的那种状态。例如，你现在只有 10 万美元，你希望自己在一年之后能够拥有 20 万美元，那么，你可以选择一种或者两种投资产品进行投资，这些产品就能够使你的财产状态发生变化。

当然，在这一个过程当中，我们可以选择股票，也可以选择基金，甚至可以选择投资创立一个企业，只要我们能够达到自己所希望的财富目标。所以说，我们的投资是一个计划，而不是一个产品。

但是，在我们的现实生活中，很多人决定进行投资理财的时候，他们关注的不是自己财富的计划，而是关注投资的项目，例如某个基金或者是某种外汇交易，接着他们会投入精力去了解这个投资项目会涉及的程序，即交易的过程。在他们的眼中，是他们投资的东西挣钱，但是交易并不等于投资。

交易仅仅是一种程序或者技术，做期货交易的人与先买房子然后装修，再以更高价格出售出去的人没有什么不一样的地方，一种是期货交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易，一种是房地产交易，这只是实现投资目标的一种手段而已。

可以说，在我们所处的世界中，每天都会有新的投资项目的产生，每个项目都需要交易，它们都拥有自己独立的交易程序。很多人都是依附于这些投资项目和投资程序来存活于投资的世界。比如，有人只投资于债券，有的人只投资于不动产，而有的人只沉湎于期货当中，他们完全依附于一种投资工具，而无视其他的投资工具和可以运用的其他的投资程序，久而久之，他们就永远在一种投资工具中转圈。这是因为他们没有明确自己的财务计划，错把这些独立的投资项目当成了一个整体的投资活动，所以就让这些投资项目和投资程序变得非常难以捉摸。

所以，想要成为一个成功的投资者，就要认清这一点，投资是一个计划，而不是一个产品或者是一个过程；要跟着自己的财务计划走，而不要被投资工具绊住了脚步。

第四节　为什么投资最终的对象是一家企业

很多人在投资的时候总是只关注具体的投资对象，对于该投资产品背后的企业却被完全忽略。其实，我们投资的最终的对象恰恰是这个投资产品背后的企业。为什么这样说呢?

先拿大家所熟悉的股票投资来说吧，股票是什么?股票是股份公司在筹集资本时向出资人公开或私下发行的、用以证明出资人的股本身份和权利，并根据持有人所持有的股份数享有权益和承担义务的凭证。从中我们也可以清楚地看到，一只股票的背后代表的就是一家企业。如果这家股份公司不存在了，这只股票也就没法存在。而且股票的价值跟它背后的企业紧密相连。

有些人在投资股票的时候，总是根据股市的行情买进或者卖出股票，总是试图在市场中寻找黑马股。但事实上，普通股代表的是企业股东权益。这也是为什么格雷厄姆教导巴菲特，不要去问：要买什么股票，以什么价格购买；而应该问：买哪个企业的股票，计划投资多长时间。正是因为他深刻明了投资股票，其实是在投资该股票背后的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果你购买房地产，例如一幢公寓，那么这幢公寓也是一种企业经营。因为每一幢公寓后面都是一个房地产开发公司经营的结果，目前还没有听说有哪个人自己建造了一幢公寓出来卖的。想必买过房子的人都了解，在买房的时候，除了要关注房子的地段之外，人们更关注是哪个开发商建造的房子。从中我们也可以看到，进行房地产投资，其投资的最终对象也是一家企业。

投资债券、基金、期货等，追究下来，它们的背后都是由一家企业在支持着，换另一句话来说，它们都是某一家企业的产品。我们在投资这些投资项目的时候，其实也是间接地投资了一个企业。所以如果我们想要拥有一个非常好的投资成绩，就应该像巴菲特一样，直接关注这家企业的经营状况和管理情况，而不要只是关注市场上对该投资产品的炒作情况。也许下面的例子会让你能够更加明白这个意思。

麦克想要自己创业，但是他又不想从头做起，于是动了投资一家零售药店的念头。后来他听说有一家当地临街的零售药店想要卖掉。他找到了这家药店，翻看它们的账本以确定这笔生意可以赚多少钱。他觉得这个药店可以赢利，但是他不知道这家店的赢利是持续的还是反复无常的。后来经过调查，他确定这家药店的获利能力是持续的，而且不会出现显著的变化。所以他就问店主这个店要卖多少钱。

在他了解了价钱之后，他还将售价和药店的年收益做了一个对比，确定了他的收益是多少。在了解了预期收益率后，他又多跑了几家药店，看看自己的预期收益率算不算是一项好的投资。后来他发现自己的收益率看上去非常有吸引力，所以出手买下了那间药店。

一年后，有人给出比他当初预期还多的收益率来购买他的这间药店，但是，麦克看到了药店本身持续获利的能力，拒绝了这一次可以赚大钱的机会。而且现在，他已经是当地最大的一家连锁药店的老板了。

从麦克的投资经历中，我们可以看到，在我们进行投资的过程中，不要只看投资产品一时的价格，而要透过这个现象，看到投资产品的本身价值，从长远的收益来做出投资的决策。

其实在我们的身边，不难看到这样的人士，特别是那些投资经纪人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他们都喜欢从短期角度去观察企业，他们希望速战速决。一个年度20%的收益率可能不足以引起前十佳投资经纪人的丝毫兴趣。在投资管理游戏中，连续几个季度绩效不佳的投资经纪人就会在游戏中出局。所以能够抓住一次机会就是一次，而那些急于赚钱的投资人也难逃此劫。

世界投资大师彼得·林奇常常对普通投资者告诫说，一定要了解所购买的投资产品背后的上市公司，不仅要了解上市公司的经营状况，还要了解该公司深层次的管理问题。如果投资者不了解上市公司的实际情况而做出投资决策，则有可能被投资产品价格变化的表象所迷惑而导致亏损或者投资收益率降低。

投资大师彼得·林奇认为，一个公司的经营策略如果发挥得当，则很容易给一个公司带来持久性的赢利，并以此提高该公司的投资产品的价格。而且很多专业投资者和许多一般投资者的经验已经表明，做到了对上市公司的相关情况十分了解的投资者，往往都比那些对上市公司一无所知、随意进行投资的投资者收益要高出许多。当市场低迷之时，信息充分者一般能够获得较高水平的赢利，而且能够避免投资失误导致的损失，而信息缺乏者很可能面临着很大的投资损失。当市场高涨时，信息缺乏者也能够在大牛市中获取一定水平的收益，但是信息充分者却可以获得更高的收益率，甚至可以通过短期的操作实现几倍的收益。

所以我们在进行投资的时候，要明白自己投资的最终对象是一家企业，而不是我们所要购买的投资产品。尽可能地关注自己所投资的产品背后的企业的经营情况和管理情况，不要总是盲目地跟着市场上产品价格的起伏而盲目地做出决策。

第五节 投资追求的是专业化还是商业化

现在，越来越多的人都不会选择自己做投资，利用业余时间自己研究投资的人越来越少，越来越多的人把资金委托给专业投资者进行投资，就好像自己动手制作礼物的人越来越少，越来越多的人花钱去店里买包装好的现成的礼物一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一大批基金经理通过帮投资者管理投资组合获得了高薪，当然，也有一些表现比较普通的基金经理，但是却能够给委托者带来丰厚的投资回报。为什么会有这样巨大的差异呢？这就要体现在他们追求的是专业化还是商业化上面了。那么，投资到底是专业化好还是商业化好呢？

所谓的专业化投资就像是投资大师巴菲特所做的那样，通过投资管理实现长期收益的最大化。专业化是成功投资者的鲜为人知且常常被人忽视的秘诀之一。即使是巴菲特和索罗斯这样的投资巨人也只能占据蕴藏数万亿美元的庞大投资市场中很小的部分，如果我们没有数十亿美元的投资资金，那么，我们的领地比投资大师还要小，还要集中。

但是很多人都没有意识到这一点，他们把自己本应该很小的投资领域扩大许多，原本他们只应该关注某个领域的投资情况，但是由于他们放弃了自己进行操作自己的投资，而选择了把自己的投资资金交给一些基金经理代替他们去操作。由于基金经理的职业要求，他们会关注大部分的投资领域，这也就促使他们把委托人的资金都投注到了他们所有关注的领域中去，这样，无形之中就让投资者的投资领域放大了许多。而很多投资者由于对某些领域行情的不了解，所以对于基金经理的投资操作，自己也没办法给出太多的意见或者见解。

所以如果想要进行专业化的投资，首先就要确定自己有能力投资的领地范围，这一点不管是对个人还是对基金经理来说都是一样的。像投资大师一样，如果我们采取行动，我们应该知道自己在做什么。这只能在自己的知识范围内才能够做到。如果我们偏离了自己所能够了解的领域，我们就无法掌控自己的投资进程。

那么我们如何能够知道自己的能力范围呢？要做到这一点，其实很简单，我们只需要问自己几个问题就可以了。那么，是哪些问题呢？第一，自己对什么感兴趣；第二，现在自己最了解什么；第三，自己愿意去了解什么，学习什么。这三个问题，能够给出的答案越详尽越好。因为这样我们就能够更加清楚自己能够掌控的投资领域是哪些。

确定了自己的投资领域之后，就不要再轻易受到诱惑而离开自己的投资领域。即使把投资资金交给了基金公司的专业投资者来操作，最好还是控制在自己的投资领域里面，这样自己也可以抽空监督一下这些基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金经理。因为现在社会上的基金经理并不是个个都是专业的能手，为了我们的资金的安全，我们有必要自己监控一下这些基金经理的操作。

为什么要防着某些基金经理呢？这就要涉及商业化投资了。现在市场上大部分的基金经理都是追求商业化投资的，他们都是重视短期收入，主要原因是他们的目标是为基金公司创造收入，以此让基金公司的生意红红火火。这是为了公司的经营上的业务要求。如果一个公司的业务非常好，就能够吸引来更多的投资者的资金和更优秀的基金经理。这是大家惯有的思维模式。但是，如果一味强调公司经营上的成功，并以牺牲投资职业的本性为代价而换取短期的业务成功，就会产生一定的问题。

由于大家极力追求商业化投资，他们会表现出对畅销的积极型共同基金及近期热门表现基金的推崇，从而带来的一个潜在后果就是基金平均业绩表现与投资者实际回报之间的脱节。其根源在于，当投资者疯狂购入近期业绩优异的基金时，不可避免地会导致基金收益回归于市场平均水平。

据有关资料显示，在股票指数从 1983 年到 2003 年期间上涨 13%的同时，基金平均收益率为 10%，而同期的投资者平均收益率却只有 6.3%。从中我们可以看到，追求商业化投资虽然有利于基金公司的经营业务，但是对于独立的投资者来说，这并不是很好的投资回报的结果。

所以，如果我们不是一个基金公司的老板，追求商业化投资对自己没有多大的好处，反而不如追求专业化投资，虽然感觉这种专业化投资的效果很是不明显，但是自己的损失会更小，经过长时间的累积，就有可能在未来的某一天带给我们丰厚的回报。

其实在我们的世界里，大家还是会看到很多投资经理总是能够在市场中游刃有余，表面上看总觉得他们也是在追求自己业务的成绩，但是他们能够那么长久地留在这个市场，更多的原因是因为他们始终把不断提高专业化水平作为自己工作的出发点。这个道理其实很明显，但是为什么还会有那么多目光短视的投资经理的存在呢？这是因为投资管理组织在商业经营商的业绩压力下使得他们在专业化和商业化之间选择了不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



健康的定位。

第六节 为什么说投资是场马拉松比赛

投资大师彼得·林奇曾经说过这样的话："市场投机者试图对股价的短期波动进行预测，希望获取快速的利润。实际上，任何人如果能够连续准确地预测市场，其名字早就列入世界首富排行榜，排在亿万富翁沃伦·巴菲特和比尔·盖茨之上。"

从中我们可以看到，不管是谁，要想通过把握市场时机进行短线交易，以此在最短的时间内获得最高的回报都是不现实的。其实投资并不像100米短跑那样，冲刺一下就可以得到高回报。确切来说，投资应该是一场马拉松比赛，为什么这样说呢？

百米短跑那样的投资要在最短的时间内创造高收益，因此必须具备专业的投资知识、精准的择时能力和高风险的承受能力。但是，想要精准掌握短期市场的动向事实上有着非常高的难度。根据统计，80%～90%的股票投资报酬只发生于2%～7%的时间里。著名的市场研究机构桑福德·伯恩斯坦公司的研究表明，在1926～1993年期间回报最高的60个月中，平均回报率为11%。而其余月份的平均回报率只有0.1‰。因此，想要精准而有效地预测投资产品的最佳表现时间并不简单。这也就是为什么投资大师彼得·林奇会说出那样的话。虽然现在市场上充满了许多诱人的百米短跑那样投资高收益的故事，但长期来看，大多数的投资人的短线成果都是输多赢少。

2008年6月29日，国际著名投资家罗杰斯在中国参加"影响中国·A股投资国际论坛"时，说过这样的话："如果你在1908年放空美国的话，也许有一个月或一年觉得自己聪明，但长远来看会是你投资最大的错误！"

从投资家罗杰斯的话中我们可以领悟到，投资不能看一时，一时的得失并不能代表最终的结果。投资，最好的办法就是让自己置身于市场当中，投资于回报潜力最高的股票，而不是玩弄时间的把戏。作为投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者，在把资金与信任“投身”某一投资产品后，便要以平和心态面对市场起伏跌宕。市场必然是涨久必跌、跌久必涨。我们有理由相信，风雨过后总会有彩虹。这就像参加马拉松比赛，在启程之后，会有疲惫，会有跌倒，会有受伤，但是，只要坚持，我们最终都会安全抵达目的地，而且很有可能会按时达到。如果投资组合结构合理恰当，一点点的市场波动并不值得我们去担心，而且这也算不上什么灾难，实现财务目标不过是时间问题而已。

所以，真正有效的投资就要像参加马拉松比赛一样，需要信心、耐心、毅力和超人的意志力，以此来追求资产的长期稳健成长。因为我们投资的目标是长远的，投资人必须对投资的目标具有信心，才能持续自己的投资计划，并且坚持到底；另外，投资的时间可能长达十年、二十年以上，投资人更需有耐心和毅力，这样才能够一路跑到终点，实现自己投资的财务目标。在这漫长的十年、二十年的投资路上，我们可能会因为初期的投资业绩不理想，而怀疑自己的选择；也可能因为同期间不时出现的短期的百米投资机会而想要放弃，这就需要我们培养出超人的意志力。只有拥有强大的意志力才能够克服我们自己的心理障碍，一点一点靠近我们的终点。如果我们有足够的耐心，在最困难的时候不被打趴下，保存好实力，那么，在下一轮牛市中我们依然可以是一个赢家。

这就跟马拉松比赛一样，先跑得快的选手未必是最后的赢家。马拉松比赛中有几个高潮和低谷，最难熬的时候熬过去了就能到达终点，投资也是一样，从我们入市到退市的过程中，钱奇迹般地来了，又奇迹般地走了，曾经有过的赚钱喜悦又被赔钱的沮丧所淹没，除非不参与这种投资活动，将闲钱往银行一放，但即便如此我们也难以逃脱被通胀侵蚀而使货币购买力下降的沮丧。我们无法预测、控制市场，但我们能了解、控制自己，我们可以再在投资这场马拉松比赛中，配置自己的投资组合，让自己在牛市中能分享到市场的成果，而在熊市中保持自己的损失小于市场的平均跌幅。这样，我们仍然是一个成功的投资者。

具有传奇色彩的投资大师，富达·麦哲伦基金的资深基金经理彼得·林奇曾经指出，根据他的计算，其旗下基金中的过半数投资者都在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



赔钱。究其原因，他发现，在经过两个业绩较好的季度之后，投资者往往会认为好时光刚刚开始，于是纷纷掏钱投资，但经过随后几个业绩平平的季度之后，原来的热情消失殆尽，大家又纷纷偃旗息鼓，撤出资金。

从材料中我们可以看出，那些进行百米赛投资的人总是跟着市场的跌宕起伏而进进出出，最终的结果只能是赔钱。因为他们总是在市场下跌时离开市场，因为他们认为下跌的趋势还将延续下去。等市场反弹之后，他们又重新入市，这就错过了反弹过程中最有利可图的时段。

但如果我们能够对自己的投资有信心，有耐心，不受投资产品价格波动的影响，这样才能够控制住自己，跑赢投资这场马拉松比赛。任何价格不菲的投资都应该被当作长期资产去对待。价格不断上涨和下跌，这是市场上永恒的主旋律。关键的问题在于，当市场继续上扬的时候，我们手里持有正确的投资产品。只要我们能够坚持长期投资的理念，让时间抚平市场上的起起落落，我们就能有所斩获。

第七节　投资的历史总是在不断重演

全球投资之父、被誉为全球最具智慧及最受尊重的投资者之一的约翰·邓普顿先生说过：“英语中最宝贵的一句话就是：这次有所不同。”在投资的过程中，也有很多人总是这样说服自己一次又一次地去做出投资举动。其实，从某些方面来说，投资的历史总是在不断地重演。

就从我们做投资这个单纯的举动来说，我们的投资确实是在不断地重演的。我们每一次的投资活动都是通过买进卖出来实现的。不管在买进之前有没有做市场调查，或者做了多少市场调查，如果没有买进的举动，就永远不能说投资已经开始了，可以说，买进是投资实质的第一步。在买进之后，不管中间经历了多少的波折，只有卖出才表示这次投资活动的结束。当然，单次的买进和卖出，并不代表某个人的所有的投资活动，仅是就单一次的投资活动而言。而一个人的所有的投资活动都是由多个单一的投资活动来组成的。

为什么说从投资这个单纯的举动来说投资的历史就是在不断地重演

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



呢？这是因为每个人进行投资，总是不断地买进，卖出，然后再买进，再卖出。从他的整个投资的过程来说，他就是这样不断地买进、卖出地重复行进。即使所投资的品种不同，购买的程序也不同，但是总体来说还是这两个步骤的重复进行。

就拿股票投资和房地产投资来说，进行这两者的投资的操作程序是完全不同的，例如，进行股票投资，首先需要开户，在买卖证券之前，我们需要到证券经纪人处开立户头，开户之后，才有资格委托经纪人代为买卖证券。接下来就是委托，股票投资必须通过证券交易所的会员进行。投资者委托证券经纪人买卖某种证券时，要签订委托契约书，填写年龄、职业、身份证号码、通讯地址、电话号码等基本情况。委托书还要明确，买卖何种股票、何种价格、买卖数量、时间等。最后签名盖章方生效。接下来是竞价与成交，经纪人在接受投资者委托后，即按投资者指令进行申报竞价，然后拍板成交。然后是清算与交割，最后才是过户。这个是股票投资的一个完整的过程。当然如果我们还不想完全退出股市，只是想换另一只股票进行操作，那么，我们就需要再重复这样的一个程序，当然开户这一步不算在其中。

而进行房地产交易，一般情况下，交易双方都应该按照以下基本程序办理：到房地产项目的售楼处签订认购书；在售楼处签完认购书后，应在规定的时间内会同自己的律师到售楼处签订正式买卖合同；签订正式的买卖合同之后，就要开始办理预售登记及转让；办理预售登记对保护房屋交易双方权益十分重要，对履约有所保障，只有办理完预售、预购登记后协议方才生效。签订契约30日内，买卖双方应到市房地产交易管理部门办理预售/预购登记手续。买卖双方共同委托律师办理上述手续。买方如转让其预购的商品房，买方与转受让人应在预售契约上做背书，在背书签字之日起十五日内，双方持有关证件到市房屋交易管理部门办理转让登记，在转让登记申请表上签字，房地产交易管理部门在办理转让登记之日起十日内通知卖方。在购房人入住前，发展商要统一审查其付款情况，律师协助审查，每期付款的底单复印件都要给销售商律师楼立档保存。在最后入住时供审核。由律师发入住单。预售契约或买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖契约有接受管理公司的管理条款，所以入住前，必须安排买方与管理公司签订管理公约，交纳维修基金及各种费用。发展商最后要为购房人办理房产过户手续，最终办理产权证。

对比这两个投资产品，其投资操作的程序完全不同，但是所有的这些烦琐的程序我们都可以把它们简化，我们只看投资者和这些投资产品之间的关系，就是“持有”和“不持有”这两种状态。每一个投资都是从无到有，也就是从原本“不持有”变成为“持有”，这一个转变的关键就是“买入”，我们不管这一个买入是由哪些程序、哪些步骤来实现的，就把它概括成简简单单的“买入”这一个动作；而要想赢利的话，持续“持有”并不能够把自己的赢利变现，只有把自己“持有”的投资产品“卖”出去，才能够得到自己的赢利。

所以说，一个完整的投资就是由“买”和“卖”来完成的。如果想要继续投资，就要持续重复由“买”到“卖”的过程，重复之前的一次投资的过程。在这里，我们仅仅是从投资的操作层面来说的，并不触及投资的结果来谈这个话题。

很多人在谈到这个“投资的历史总是在不断地重复”这个话题的时候，总是喜欢从市场的状况入手，在很多人的眼中，市场走向繁荣之后必然会回复萧索，而当市场低落足够深的时候又会自然地上升。甚至有人会用“钟摆理论”来比喻这个市场的状态，所以，在他们的眼中，投资的盛衰荣辱，总是这样地不断地更替。

但是，大家都要明白，时间的长河一去不复返，市场也没有盛极必衰，衰极必盛的必然规律，所以不能简单地认为投资的市场总是这样反复而做出错误的投资决策，而给自己带来重大的损失。

第八节　投资是幸存者的游戏还是技术家的玩物

对冲基金管理人、库郎大学数学研究所研究员纳西姆·尼古拉斯·塔勒布曾经说过：“假设 25 岁的年轻人每年玩一次俄罗斯轮盘赌博，他几乎没有可能活到 50 岁生日的时候。但是如果有几千个 25 岁的年轻人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



都在玩这个游戏，那么总会有少数几个人能够活到50岁，其他人则已成一堆墓碑!”从他的话中，我们不难看出，在这位对冲基金管理人的眼中，投资就是一种幸存者的游戏。

那么投资真的是幸存者的游戏吗?相信关注投资信息的人都会遇到过这样的信息，某某庄家操控市场，谁谁玩弄市场……从这些信息中我们又觉得投资就是那些技术家的玩物。那么，投资到底是幸存者的游戏还是技术家的玩物呢?

哈佛大学于2012年1月27日与团购网站高朋网的第一个外部投资方恩颐投资联手创建了一家种子阶段风险投资基金，用以资助大学生创业者，并向美国东海岸地区的创业公司进行投资。具体规模多大并没有向外界披露。据悉，这个投资基金的投资主要围绕在剑桥市学习的大学生或在那里开发的技术展开。哈佛大学还将指派该校工程与应用科学学院的教职人员，就如何利用好这次的资金和相关资源对大学生创业者提供帮助。这次项目将完全独立于哈佛大学进行运作。而大家应该都知道，恩颐投资创立于20世纪70年代末期，是美国规模最大的风险投资公司之一，在加州门洛帕克、华盛顿特区和海外多个地区设立有办事机构。

从上面的资料中我们可以看出，哈佛大学是非常注重投资的一所高校，且不说哈佛大学本身的投资成绩，就说它的合作者恩颐投资。从上面的资料中我们可以看到，恩颐投资从创立至今，也有一定的历史了，何况它还发展成了美国规模最大的风险投资公司之一。如果投资是靠运气的话，可以说，它和哈佛大学的运气都不错，因为他们都已经存活了很长的时间了。

按照塔勒布的说法，在投资市场上风光无限的投资大师们，就是那些枪口下活下来的幸存者。投资大师和亏钱的投资者的区别就是，运气较好。真的是这样吗?

1966～2000年这35年中，巴菲特掌舵的伯克希尔·哈撒韦公司有高达23次跑赢了标准普尔500股票指数，相当每3次能赢2次，绝对是优秀成绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在1977～1990年彼得·林奇担任麦哲伦基金经理人职务的13年间，该基金的管理资产由2000万美元成长至140亿美元，基金投资人超过100万人，成为富达的旗舰基金，并且是当时全球资产管理金额最大的基金，其投资绩效也名列第一。13年间的年平均复利报酬率达29%。

如果投资靠的是运气，巴菲特和彼得·林奇实在是太幸运了吧？为什么这样的运气没有降临到别的人身上？而且，众所周知，巴菲特拥有崇高的声誉还因为他持续地赚到了明显超过市场收益的钱，也就是有超额回报率。这如果还说是仅仅是靠运气就说不通了。

在我们的生活中，往往把某些表面现象视为本不存在的客观模式，就像塔勒布把巴菲特和彼得·林奇这些投资大师的投资成绩当成了他们的运气好这样的模式上。事实上，这只是因为我们希望具有某种特征的概率不仅能出现在全部事件序列中，而且能主宰整个序列的每一个局部。

就拿我们每个人都能够接触的抛掷硬币的游戏来说，大家都知道，硬币只有正反两面，很少有硬币在落下去之后还能够立起来的。那么，理论上来说，如果投掷次数足够多的话，出现正面和反面的概率应该各占50%。即便观察者只对局部试验进行观察，他们也会认为出现正反面的概率各占一半，尽管实际结果可能与概率分布有系统偏离。但是，局部内的重复结果却足以说服大多数人：此类结果在更长的事件序列中也并非随机现象，它们的出现是必然的。这也就是有人相信投资是靠运气的原因所在。在这里，问题的核心在于，人们并没有把概率和结果的事件序列科学地联系在一起。重要的是，“连续命中”同样也是一种概率分布。

人类的行为毕竟不同于抛掷硬币，因为成功或失败的概率是因人而异的，连续的正确的投资决策更有可能出现在那些经验更丰富的投资者身上，因为他们本身就有着超过一般投资者的成功率。

所以，我们不能单纯地寄希望于运气来为自己的投资开路。好的运气也是建立在技术、经验、知识的基础之上的。可谓众生平等，你我皆凡人，只能得到平均分，想要超越常人，只有利用自己的投资经验、知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



识、技术来掌控住“运气”这个东西，成就自己的非常人的梦想。

就像我们在家乐福结账的时候，理智的做法是随便找个队老实点儿排着，因为一般每个收银台排队的人都会差不多。要是发现其中一个收银台人明显少，最好别去，因为多半是机器坏了或者有位仁兄买了几车货。去找更短的队伍，有时省时间，有时反而更费时间，总体上别希望能在排队结账这事上占到便宜。但是也有些时候我们能够利用自己的经验，自己先排队，然后让自己的朋友去探探那个队伍短的原因，说不定坏的机器正好修好了，或者是那个买很多东西的仁兄已经结完账，这个时候我们就可以直接冲过去站在那个队伍后面了。

所以，在投资的世界中能够连胜是出类拔萃的技巧和不同寻常的运气结合在一起的产物。但其中的关键问题在于，在任何一个领域里，长期的成功都依赖于能力和技巧。

第九节 模仿巴菲特投资法为什么经常赚不到钱

中国建设银行的“汇得盈”2007第一期“投资大师PK”结构性理财产品，包含了伯克希尔·哈撒韦控股公司股票和荷银新兴市场债券基金组成巴菲特投资组合，将罗杰斯商品指数基金和荷银新兴市场债券基金组成罗杰斯投资组合。

在这款产品的设计中，规定每个月观察一次，取巴菲特投资组合和罗杰斯投资组合中表现好的一组收益并记录下来，产品最终到期时，将2年内的24个观察期录取的这24个收益计算出平均值，以此决定产品的最终收益。根据产品规定，如果此平均值大于0，则投资者一定有或多或少的收益。但实际上，从2008年11月直至产品到期日，录得的收益均为－30％以上，将产品直接拖入零收益的深渊。

从这个资料中，我们可以看到，巴菲特对众多投资者的影响，就连银行的理财产品都去追随巴菲特的脚步，更不要说个人了。巴菲特投资的优秀成绩，有目共睹，大家在羡慕之余，不免会控制不住模仿巴菲特投资的方法。但是，从上面的资料中我们可以清楚地看到，模仿巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进行投资，并没有能够赚到钱。为什么巴菲特自己的投资本身是赚钱的，而别人模仿他的投资法却赚不到钱呢?

模仿巴菲特，很多人都是看他投资哪些股票，然后跟随，就像上面资料所显示的那样，这些人大部分都是负收益，其实这是因为他们只是跟随巴菲特的步伐，并没有模仿到巴菲特投资法的精髓。

巴菲特在近40年时间内投资了大约10种股票，为哈撒韦公司赚取了几百亿财富。他奉行长期投资战略，当公司股价被市场严重低估时他大量买进，然后一直持有。可以说，进行长期投资战略，进行集中投资、价值投资是巴菲特投资法的精髓。

1994年年底，巴菲特曾经对纽约证券分析师协会做过一次演讲，他说："我认为有三个基本的观念，如果这些观念牢牢地根植在你的思维架构里的话，我想象不出你会无法在股票里取得不错的收益。这些观念中没有一个是复杂的，没有一个需要数学天赋或类似的才能。本杰明·格雷罕姆说：'第一，你必须把股票看作是一份企业；第二，把市场的波动看作是你的朋友而不是你的敌人，从市场的愚蠢中获利，而不是参与其中；第三，投资中最重要的是安全边际。"

上面巴菲特的讲话无疑是他投资法的精髓，可是大部分的人都没法领会他的意思，他们总是跟着投资市场的行情跑，总是忽略了投资产品背后的企业，他们不明白投资最终的对象是一家企业，而不是自己所购买的投资产品。

我们不能把巴菲特的投资当成简简单单的坚持，他是做了许多准备工作，形成自己的投资理念来指导他的选股工作，而不会仅靠抛硬币来决定在众多数量的股票中选择哪一只，不可能也不现实。而且，大部分投资者并不奉行每日操作战略，模仿因此也就更难了。

巴菲特按照格雷厄姆的第一条原则来投资，即市场不能对股票按商业价值进行准确定价。他把这条原则发挥到极致，他只购买那些股价被市场严重低估的股票。所有这些投资巨人们都强调避免坏交易——股价被高估股票的重要性。

其实，从巴菲特1994年在纽约证券分析师协会所做的演讲中，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以看到，巴菲特对自己的投资方法是非常信任的，在他的眼中，如果大家都能够按照他所说的那样去做投资的话，不大可能赚不到钱。至于最终能赚到多少钱，正如他在另外一个场合中所说过的那样，取决于你的天赋、努力和市场所提供的机会。

如果我们想要通过模仿巴菲特而达到像他一样进入全球财富榜的前列，我想，这个确实很难，因为巴菲特是用了几十年的时间来证明自己的，我们跟随他，也不可能做到这么长时间。

而且，就我们个人而言，要学巴菲特进行集中投资，那是很危险的一件事。因为我们并不具备对上市公司本身进行可靠分析的能力。巴菲特曾经说过一句很风趣的名言："公司的财务报表就像是穿着比基尼的美女，露出来的部分固然重要，但没露出来的部分才是你最想看到的。"而对于我们个人来说，有能力看到没有露出来的部分吗？显然没有。

不对公司做出严肃、可靠的分析就投资它，在顺风顺水的大牛市中也许还能赚点儿钱，可一旦遇到市场动荡乃至市场崩溃，就追悔莫及了。这犹如不学驾驶就开车上路一样，在平坦的地段也许还开得挺欢乐，可一旦走上崎岖的山路，恐怕就只有掉下山崖一条路了。

另外，我们个人的资金规模很小，而巴菲特是有一个公司给他撑腰。所以，一般的人也无法像巴菲特那样淡定，那样从容不迫，处变不惊，因为我们的钱太少了，我们的钱来之不易，我们的生活很需要钱，我们想要快速致富，所以我们很难做到像巴菲特那样长久坚持。

这也就是为什么那么多人模仿巴菲特的投资法，却没有几个人能够像巴菲特那样变得富有的原因。

第十节 高收益零风险的投资为什么只是幻想

现在，越来越多的人意识到赚钱的最佳途径就是在资本市场用钱生钱，只要将手里的资金投入到市场，就有机会获取高额的收益，比自己辛辛苦苦工作赚钱还要快，甚至梦想通过高报酬率的投资一年半载就获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得暴富，这也就让很多人梦想着能够有一款高收益零风险的投资产品的出现。但是，至今为止，仍然看不到这样的投资产品出现过，这就注定了高收益零风险的投资只是幻想。

为什么没有一款产品是高收益零风险的呢？这是因为风险伴随着投资的整个过程，我们进行投资每时每刻都必须面临着各种各样的风险。目前市场上的主要投资方式有股票、债券、保险、房地产、储蓄、贵金属、各种收藏品和个人经营性的投资等。但是，无论哪种投资方式，都不存在绝对的安全，股票会下跌、公司债券不能按时偿还本息、保险公司也会破产，市场形势瞬息万变，这就说明了在投资的过程中，我们无可避免都要面临一些风险，而追求高收益零风险的投资产品就更显得不切实际。

可以说，在投资市场上，要想获得收益必须面对可能出现、难以避免的风险，它正是我们投资时获取收益的不可或缺的工具。因为冒着风险可以达到比储蓄或购买国债更高的收益率，给我们投资者带来更多的收益。

但是，也有很多人会这样认为，在投资中利润与风险始终是成正比的。在他们的眼中，要享受高回报，就必须承担高风险。高回报总是和高风险对应的，获得了高回报，必定是由于投资者承担了较高风险的缘故。否则的话，谁还愿意承担较高的风险呢？当债券的收益率是5%，股票的预期收益率也是5%时，谁还愿意购买股票呢？这也是有一定的道理的。

但反过来说，承受了高风险，并不等于一定能够获得高回报。高风险与高利润并没有直接的联系，往往是投资者冒了很大的风险，而收获的却只是风险本身，即惨遭亏损，甚至血本无归。所以，我们也不要以为凡是具有高风险的投资产品都能够给我们带来较高的收益。可以说，收益和风险之间并没有什么必然的联系，风险是投资者最不愿意面对的，而收益又是所有投资者都追求的，所以难免那么多人都幻想着能够有一款高收益零风险的投资产品出现。只能说，这是大家美好的愿望，不能以此当成现实。

大家都知道，理论中，在股票市场中，中小盘股的市盈率都要低一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些，以补偿其高风险。但在我们现实的股票市场中，大盘蓝筹的市盈率往往较低。那些整天快进快出、高抛低吸、波段操作、追逐热门股票的投机者们承担了极大的风险，与这种高风险相伴的是高收益吗？发财心切的赌徒承受了极高的风险，但依靠赌博、抢劫金铺能最终走上富裕之路吗？很难，而且最终都会成为失败的人。

我们想想，如果市场上真的存在高收益、零风险的投资产品，那么，所有的投资者都会趋之若鹜，到时，所谓的“高收益”也就化为乌有了。所以我们不要幻想着在投资的过程中没有风险的存在，风险虽然有使我们遭受损失的可能性，但是我们可以通过对风险进行识别、分析，来应对甚至利用风险来达到自己“火中取栗”的目的。逃避风险虽然是人的本能，但是我们不能消极地看待所有的风险，而将风险可能带来的利益排除在外，而是应该在有选择地进行风险规避的同时得到收益。

面对具有风险的投资市场，“舍不得孩子套不着狼”，我们只要确定自己可以承受的损失额度，就可以在承受范围内应用风险这个获得收益的工具，选择性地进行相应风险的投资，以正确的投资理念来进行经营，就等于给自己的资金戴上了护身符，可以保障财富的安全。

投资大师本杰明将期权买卖交易运用到规避投资风险上，为自己的投资组合设计了一整套系统保险方案，如当某一证券看涨时，仅花少许金额买下它的认购期权，待日后升值时再以约定价格低价买进；当某一证券看跌时，花少许金额买进其认沽期权，以便将来下跌后再以约定价格高价卖出。期权买卖利用其杠杆作用，可以以小博大，使得无论市场走向如何，都具有投资获利的潜力。即使对证券价格走向判断失误，其损失最多只限于购买期权时所投入的一小笔资金，而不至于血本无归。

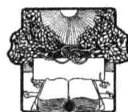
从本杰明的做法中我们可以看到，虽然市场上不存在高收益零风险的投资产品，但是，只要我们能够对风险采取一些规避措施，我们还是能够得到一个比较安全的投资收益的。而本杰明规避风险的技术对于那些时刻担心自己的投资会因投资市场的变幻莫测而损失殆尽的投资者而言无疑是一种万全之策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



既然风险是我们从投资市场上获取收益的工具，那么我们只要很好地将其利用，就不必害怕它将我们打倒，使我们无法翻身。就像刀一样，虽然危险，人们可以通过对它进行控制，而用它做出美味佳肴一样，对于投资风险，我们只要用正确的投资理念为自己投资的财富戴上护身符，从而使自己投入的资金在风险较小的情况下获得更多的收益。所以我们不要因为自己不喜欢风险而再幻想那些高收益零风险的投资的事了，这是不可能存在的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章
人人成功，是华尔街的最大谎言吗

第一节　为什么芒格的财富数量比巴菲特少

大家都知道，巴菲特有一个非常得力的助手芒格，他们俩是投资界公认的黄金搭档。巴菲特非常赞赏芒格，而且公开承认芒格的投资水平并不比自己差多少。但是，奇怪的是，芒格的财富数量却比巴菲特少得多。为什么会这样呢?

其实，早就有人问过这样的问题了，当时有人给出了这样的推测：

1. 巴菲特多少岁时募集了 105000 美元? 那年美国的年均工资水平是多少?

2. 芒格多少岁时遇见巴菲特? 是在哪年? 巴菲特那时多少岁?

3. 芒格有个大家族，芒格也是一个不吝花钱的人，看看他晚年亲自造的豪华游艇吧，人的习惯不是一天形成的。

4. 巴菲特如何惜金如命，在他捐款前是人所周知的。

从这个人给出的答案中我们可以很清楚地看到，芒格的财富数量与巴菲特之间的差距，并不仅仅是投资的初始资金的数目的不同，其中最主要的因素是投资的年数，也就是"复利"。

爱因斯坦曾经说过，"复利是宇宙中最强大的能量，是人类最伟大的发明"。复利是指在每经过一个计息期后，都要将所生利息加入本金，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



计算下期的利息。这样，在每一个计息期，上一个计息期的利息都将成为生息的本金，即以利生利，也就是俗称的“利滚利”。复利之所以具有那么强大的力量，是因为复利并不是以“直线”，而是以“几何”的方式成长的，因此长期下来，即使每一期的获利只差了一点点，最后却会造成很大的差距。

下面显示的是投资10000美元，用单利和复利计算（假设年回报率为10%），在不同的时间，得到的不同的令人吃惊的效果。

时间	单利计算	复利计算
0年	10000美元	10000美元
5年	15000美元	16105美元
10年	20000美元	25937美元
15年	25000美元	41772美元
20年	30000美元	67275美元
25年	35000美元	108347美元
30年	40000美元	174494美元
35年	45000美元	281024美元
40年	50000美元	452592美元
45年	55000美元	728904美元
50年	60000美元	1173908美元

我们可以很明显地看出来，在前五年至前十年的时间里，单利和复利的差别都不太大，可是时间越长，复利就会像滚雪球一样，成几何倍数增加。其计算公式如下：

最后的金额＝本金×（1＋利率）^{年数}

而芒格和巴菲特财富的不同的秘密就隐藏在复利公式当中，他们的最终财富数额是：

最终财富＝［起始财富×（1＋平均投资回报率）］^{年数}－［消费的财富×（1＋平均投资回报率）］^{剩余年数}

在这个公式中，即使芒格的水平高过巴菲特（仅仅假使芒格的平均投资回报率更高），芒格的其他几个要素都大大输于巴菲特！芒格虽然拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有与巴菲特一样水平的投资能力，但是他悟“道”晚，又爱消费，于是乎，钱的绝对数量就远远少过巴菲特。

关于复合利润还有一个古老的印度传说：因为宰相西萨·班·达依尔发明了国际象棋，所以舍罕王打算奖赏他。国王问他想要什么，他对国王说：“陛下，请您在这张棋盘的第 1 个小格里，赏给我 1 粒米，在第 2 个小格里给 2 粒，第 3 小格给 4 粒，以后每一小格都比前一小格加一倍。请您把这样摆满棋盘上所有的 64 格的米粒，都赏给您的仆人吧!”

国王笑了，认为宰相小家子气，但等他知道结果后，他就笑不出声了。

那么，宰相要求得到的米粒到底有多少呢？原来放到第 64 个小格子米数就达到了 9223372036854775808 粒，加上先前的粒数，一共有 18446744073709551616 粒米，大约为 4611 亿吨米。由此我们可以看出来复合利润的可怕之处，任何微小的事物在进行为数不多的复利之后都会变成数量庞大的数据。这也就是芒格的财富数量远远不及巴菲特的原因。

未来财富的多寡与消长，完全在于我们以何种方式投资，所以，我们要抓住复利力量最根本的来源，就是利滚利的方式。正因为如此，它也是投资大师们倡导价值投资的重要出发点之一。但对于普通人而言，要实践起来并不容易，因为眼前的“低”收益往往令人失去耐心，就如两个涨停就比每年百分之十几的收益来得有诱惑力。同时，我们还往往低估证券投资的难度，并容易轻视复利的艰难，巴菲特的老搭档芒格就曾说“既要理解复利的重要性，也要理解复利的艰难”。

不过，每年看似小幅的收益积累起来将产生令人惊讶的效果，如微软从刚上市的 5 亿美元的市值到如今的近 3000 亿元，靠的就是过去 20 年近 40%复利的年收入增长率。作为普通人的我们要让复利发挥实际功效，首先必须要放弃一夜暴富的念头，降低对长期收益率的心理预期，然后就是去选择高成长性的好股票或长期均能取得不错收益的投资品种，让复利充分发挥它的力量，让我们今后的生活不至于那么艰难！

人们似乎都不太重视复利，但实际上，复利所具有的力量完全超越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了人们的想象。人们只是因为不了解复利真正的力量，以及不知道正确使用这个力量的方法，故而小看了复利。而现在，你也已经了解到了复利的神奇力量和它的力量来自哪里了，就应该好好利用复利的力量让自己在投资的道路上走得更顺、更远。

第二节　小投资如何带来大收益

大部分人并不是生来就富有，很多人都是从很小的投资开始做起，直到最后自己的投资为自己带来了非常大的收益之后，自己才变得富有的。那么，小投资是如何带了大收益的呢？

哈佛大学商学院的一名学生露西，她从高中就已经半工半读，到大一的时候，每月的收入共计 4000 美元，2008 年首付 5 万美元买了一套 90 多平方米的房子，贷款 15 万美元，20 年的还款期，每月还大约 1000 美元，后来又把这套房子以每年 1.5 万美元连租三年租出去了，她自己则住在父母家的房子里，这样自己的房子每年除了还贷，还给自己挣 3000 美元。三年后她又用 4.5 万美元租金并另外加了 5 万美元作为首付，买了一套 120 平方米的房子，而此时原来的房子已经增值涨到了 40 万美元。这样露西利用 5 万美元启动资金，几年下来就拥有了两套房子，资产近百万美元。

从露西的经历中，我们可以看到，如果善于投资，只需要 5 万美元的资金就可以为自己带来近百万美元的收益。为什么会有这样的效果呢？这是因为她运用了财务的杠杆。想必大家都听过这样一句话吧：“只要给我一个支点，我就能够撬动整个地球。”的确如此看，哈佛学生露西正是利用可以到银行贷款来买房这个杠杆，只利用 5 万美元就撬动了近百万美元的财产。

那么，什么是杠杆原理呢？杠杆原理亦称“杠杆平衡条件”。在“重心”理论的基础上，阿基米德发现了杠杆原理，即“二重物平衡时，它们离支点的距离与重量成反比。”杠杆原理可以充分应用于投资中，主要是指利用很小的资金获得很大的收益。从某种程度上来说，运用杠杆原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理能够增加人的购买力，能够掌握自己潜在的资产。其实杠杆的机制并不像人们想象的那么复杂。例如，如果我们想进行贷款抵押，其实就是在运用杠杆原理来为我们没钱购买的东西进行支付，但是一旦抵押贷款还完之后，我们就能从卖出的资产中得到可观的利润。

就拿投资家具生意来说吧，如果我们自己只有 1000 美元的资产，是不可能把家具生意做大的，如果总是小打小闹的生意，根本就没法给我们带来大的收益。这个时候，我们到银行贷款。大家都知道，从银行贷款是要给银行利息的。利息就是我们从银行拿钱出来使用的成本。这等于是我们用利息买来银行的钱的使用权，使用后我们还是要还给银行的。如果我们从银行贷款 10 万美元，使用 1 个星期，假如利息正好是 1000 美元，这等于我们用原来自己的本钱 1000 美元买了银行 10 万美元的使用权，用这 10 万美元买了家具，卖出后得到 14 万美元。我们自己就赚了 4 万美元。这就是用自己的 1000 美元撬动了 10 万美元的力量，用 1000 美元的力量赚了 4 万美元的钱。在这场投资中，你用的自己的钱是非常少的，使用杠杆原理要比不用杠杆原理进行投资多赚取很多回报。

此外，我们也可以在股票投资的保证金交易中运用杠杆原理。在投资股票时，可以把自己的钱和从股票经纪人那里借来的钱加在一起购买股票。股票上涨后，投资者可以通过卖出股票获取利润，之后就可以归还借款和借款利息，剩余的钱就是自己的了。

杠杆作用常常用“倍”来表示大小。如果我们有 100 美元，投资 1000 美元的生意，这就是 10 倍的杠杆。如果我们有 100 美元可以投资 10000 美元的生意，这就是 100 倍的杠杆。例如做外汇保证金交易的时候，就是充分地使用了杠杆，这种杠杆从 10 倍、50 倍、100 倍、200 倍、400 倍的都有，最大可以使用 400 倍的杠杆，等于把我们自己的本钱放大 400 倍来使用。

在投资市场上，人们都有以小博大的欲望，希望用很少的钱赚更多的钱。但是，有所得必有所付出，使用杠杆必然是以巨大的风险为代价，这就需要投资者不要只看到收益，更要看到风险，谨慎使用这一工具。

例如，我们现在手里只有 5000 美元，从朋友那又借了 5000 美元做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了一笔10000美元的投资，然后出手的时候已经是有5000美元了，还给朋友5000美元之后，我们的赢利就是用5000美元赚取了5000美元，这就意味着我们的投资回报率是100%。倘若投资的钱都是我们自己的，那么就是在投资10000美元的基础上赢利5000美元，也就是说回报率是50%。

因此，从投资的角度来说，假如资产回报率比融资成本高，我们最好是借银行的钱，利用杠杆挣钱。利用银行的钱能够帮助投资者的自有资金发挥出“四两拨千斤”的作用，使自有资金的回报率大大提升，从而获得远远超越市场平均收益率的回报。

第三节　不可预测市场为什么反而更好

早在1987年9月，在众多投资者疯狂地投资日本股市的时候，世界投资大师索罗斯却预测日本股市会出现大崩盘。于是他把几十亿美元从东京转移到华尔街，将这些钱用于买入标准普尔期指合约。

但实际情况却并没有朝着索罗斯预期的那样发生，崩溃反而最先从华尔街开始，纽约道·琼斯平均指数暴跌50832点，日本股市却在日本政府的支持下挺住了。遭遇两线溃败的索罗斯一天之内损失了2亿多美元。后悔不已的他开始怀疑市场预测的作用，从此他在投资中也只是把投资工具的预测作为一个因素加以考虑，而不是过分地迷信它。

从这个故事中，我们可以看到，不管是普通的投资者还是世界级的投资大师，都希望自己能够准确地预测市场的趋势，从而在保证自己资金安全的同时为自己赚取最大的收益。但是，我们通过上面的例子也可以清楚地明白，投资市场的未来是不可以预测得到的。

可以说，我们不能设定规则来控制市场，也就是预测市场的变化和走势。从根本上讲，市场是不可预测的。这不像烧水，我们能够知道在100℃的时候水会变成水蒸气。投资市场变化万端，没有规律可循，在这个市场中永远只有变数，而没有定数。可以这么说，从人们渴望获取暴利的心态来说，如果说我们真的能够准确地预测到投资市场未来的走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



势，那么，我们就会对投资市场的未来走势进行干涉，预测得越准确，干预得越厉害，其结果也就导致对未来那么预测也就不准确了。

这样的状况貌似对广大的投资者来说是一个噩耗，但是有专家则认为，市场具有不可预测性反而更好。为什么不可预测市场反而更好呢？不可预测市场不是没法准确地捕捉市场的投资时机了吗？

索罗斯曾经在一次访谈节目中这么说："很多针对金融市场的理论往往说没有不确定性，金融市场有一个平衡点。但是这种理论是错误的，因为不确定性是存在的，而且很重要。人们还用一些数学的方法计算出风险，由此设计出一些特殊的金融工具以减少风险，但是他们不知道，有的不确定性没有办法量化。"正是因为没法量化所以所有的人都没法掌控投资市场。这对所有的投资者是一件好事，因为从这个角度来说，所有的投资者面对一个投资市场的时候，大家的赢利机会是均等的。

假设市场是可以准确预测到的话，那么，投资市场里的资金就会向那些能够预测到市场的投资者靠拢。因为他们能够清楚地看到市场的走势，知道市场会在哪个点下跌，会上涨到哪个点，他们只要跟随这个预测的结果轻松地进行买进和卖出，就能够得到一大笔的赢利资金。

但是，人的贪心是不可抑制的，他们总是想要拥有得更多。当他们能够准确地看到市场的未来的时候，他们不会甘心于顺从市场所得到的那些利润，于是他们就会利用自己能够预测市场的优势，去操控市场。但是，我们都知道，市场中有一只无形的手，它能够掌控市场的发展状况，让市场健康地发展。事实上，市场可以自行清除泡沫。那些泡沫来自于市场本身，清除这些泡沫也是市场的本质所在。所以，一旦这些人操控了市场，市场就会自行矫正，反而偏离了原先的发展轨道，这样又会使这些预测者的预测陷入了不准确的境地。

所以，正是因为市场具有不可预测性，人们对投资才会更加的理性，然而在具体的投资过程中，好多人最喜欢做的事却是去预测，或者就是让别人去预测。这是投资者对市场缺乏了解的表现。其实，从来没有人能正确预测出市场具体发展的点数，最多也就是根据当时的走势判断一下趋势如何。市场会以它自己的方式来证明大多数的预测都是错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场短期的亢奋必然不能持久，只有价值的增长才是投资之福。

由次贷危机引起的金融风暴席卷全球，经济增长的高速列车骤然刹车，短期内投资市场环境面临空前的复杂性和不确定性。全球出现罕见的金融动荡，这一点已成共识。这一金融动荡对实体经济会产生多大影响，整体经济衰退的程度有多深，衰退期限有多长，都尚存争议，但在投资市场中，担忧已成普遍现象。与此同时，各国都以罕见的救市力度，推出一揽子提振经济的措施。这些举措到底能发挥出多大的效用，还有待验证。

面对诸多不确定性，众多投资者只能回归到最基本的价值投资逻辑上，在短期的高度不确定性之外，把握投资市场确定的、恒久的投资规律：坚持价值投资。那些著名的投资大师，他们更多的是关注股票本身，以及大的趋势，很少花心思去预测股市的短期变化。例如，有“股神”之称的沃伦·巴菲特和美国最成功的基金经理彼得·林奇就告诫投资者：“永远不要预测股市。”因为，没有人能预测股市的短期走势，更不可能预测到具体的点位。即使有一次预测对了，那也是运气，是偶然现象，而不会是常态。

我们既然无法准确地预测股市，那么最好的办法就是不要预测股市。正如巴菲特所说：“对于未来一年后的股市走势、利率以及经济动态，我们不做任何预测。我们过去不会，现在不会，将来也不会预测。”投资者应该关注企业的基本面，而不要去枉自预测市场的变化。其实这也是为我们广大的投资提供一个平等赢利的机会，难道不是吗？

第四节　为什么市场总是少数人赚钱多数人赔钱

如果你是一个细心的人的话，你就会发现，在投资市场中，几乎大部分的人都是赔钱的，只有极少数的人能够真正地赚到钱。为什么会这样呢？也许我们能够从二八定律中找到答案。

二八定律也叫巴莱多定律，是 19 世纪末 20 世纪初意大利经济学家巴莱多发现的。他认为，在任何一组东西中，最重要的只占其中一小部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分，约20%，其余80%的尽管是多数，却是次要的。可以说，二八定律表现的是一种不平衡的状态。就像在投资市场中的那样，总是少数人赚钱而多数人赔钱。

为什么会这样呢？因为事物本身是存在一定秩序关系的，各种关系内在的力量也是不平衡的，必然会有强势和弱势之分，也势必会造成因果关系的不对等。这样一来，投入和产出也就不会成为正比。就像我们每个人每天都工作八小时一样，并不是每个人的收获都是一样的。这是因为财富在我们的世界中的分配是不一样的，有钱的人开家公司，自己工作8个小时就有可能获得50000元的报酬；没钱的人只能给这些老板打工，工作8个小时下来顶多也就挣得200元。

在投资的世界中也是这样的，财富的分配不均的情况也影响着投资者的回报差异的情况。资本多的赚得就会更多，资本少的相对来说得到的回报也会少一点儿。在现代的投资市场里，所有的投资产品的行情都是瞬息万变的，要想赚到钱就必须要及时掌握最新的消息。而那些有钱的人拥有各种不同的消息来源，而那些没有钱的人只能等所有的事情完全公开了才能够了解到真正的情况，而这已经比那些少数的有钱人慢了一步了，这也就是他们总是赚得比较少的原因。换另一句话来说，在投资市场中，只有20%赚钱的人掌握了市场中80%正确的有价值信息，而80%赔钱的人因为各种原因没有用心收集资讯，只是通过股评或电视掌握20%的信息。

其实在投资市场中，我们可以看到很多适用于二八定律的现象，例如，在股票投资市场上，一轮行情只有20%的个股能成为黑马，80%个股会随大盘起伏。80%投资者会和黑马失之交臂，仅20%的投资者与黑马有一面之缘，能够真正骑稳黑马的更是少之又少；有80%投资利润来自于20%的投资个股，其余20%投资利润来自于80%的投资个股；投资收益有80%来自于20%笔交易，其余80%笔交易只能带来20%的利润……所以，我们为了能够赚到更多的钱，需要用80%的资金和精力关注于其中最关键的20%的投资个股和20%的交易。

其实在投资市场中，有80%的投资者只想着怎么赚钱，仅有20%的投资者考虑到赔钱时的应变策略。但结果是只有那20%投资者能长期赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利，而80%投资者却常常赔钱。也就是说，在投资致富的这个过程中，投资的金融品种不必面面俱到，应抓住关键的少数重点突破；其次，对于一个投资产品不仅要看到收益，更要看到收益背后的风险补偿。

这就要求我们在做出任何一项投资决策之前，必须仔细研究分析市场，既要能赶上潮流，更要超前于潮流。因为，人们的需求在不断地变化，市场也在不断地变化，今天畅销的产品，也许明天就无人问津了。把握市场变化就像跳舞一样，快于节奏或慢于节奏都不行。换言之，我们五分之四的努力——也就是大部分付出的努力，几乎是白白浪费的，是无效的。如果不能认识到这一点，我们将会在不必要的方面投入巨大的成本，结果导致失败。

因此，当我们决定要投资致富的时候，眼光一定要独到一点儿。“不要把所有的鸡蛋都放在一个篮子里”，这个曾获诺贝尔奖的著名经济学家詹姆斯·托宾的理论，已经成了众多投资者日常投资中的“圣经”。但是著名的经济学家凯恩斯曾经提出过一条著名的投资理念，那就是要把鸡蛋集中放在优质的篮子中，这样才可能使有限的资金产生最大化的收益。

这两个理论表面上看起来像是互相冲突的，但是实质上它们的投资原则是一样的，主要是看我们投资的产品，如果我们投资的产品都是同质的，那么，我们所面临的系统风险是一样的。举个例子来说，我们投资了债券，又去买了债券基金，一旦债券市场发生系统风险，我们的两个投资都会发生损失。因此当我们需要投资的时候，首先应该关注的并不是投资产品的收益率，而是应该对这些投资产品进行分析，尽量把80%的“鸡蛋”放在20%牢靠的“篮子”里，而不要选择一些太过于“同质”的投资产品反复投资，这样不仅达不到分散资金的目的，反而可能会加大风险。同时，一旦选定好自己中意的项目，就应该把握“二八原理”，力争使资金收益最大。

总之，“二八定律”是在提醒我们去思索，怎样付出更少，既能获得个人成功，又获得事业成功；怎样做得更少，既能享受幸福生活，又能实现生命价值。要尝试把这种四两拨千斤、事半功倍的想法，应用到我们的投资活动或者日常生活等领域中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资需要智慧，需要理性和思考，而不是盲目地辛劳，频繁地交易。那些成功的投资者往往把80%的精力和时间放在研究股票上，而把20%的精力和时间放在交易操作上；而那些失败的投资者往往相反。

第五节 为什么资金总会流向更安全的投资区域

近些年，全球掀起了一股全球范围内非贸易资产投资的热潮。美国这个经济“火车头”马力趋缓导致停留在其国内的资本要寻求新的获利机会，流动性充足的状况下泡沫开始泛滥。

第一个泡沫也是最大的一个泡沫是在商品市场，计价货币——美元的贬值直接导致其价格的提高，在这样的背景下投机资金的加入更是放大和制造了这个泡沫。同样的道理存在于房地产市场，全球地产的上涨动力很大程度上也来自于这种资本流动性过剩的冲击。这就使得众多的投资资金离开的美国寻找新的投资机会。

在这样的环境背景下，那些新兴的国家就成了投资者堆积的地方。中国也是其中之一备受欢迎的投资市场。

从上面报道的文字中，我们可以看到，随着美元的贬值，美国的经济发生一系列的变化，整个投资市场的环境也不如之前的那样安全之后，广大的投资资金开始从美国流向其他新兴的国家进行投资。因为在这些投资者的眼中，投资这些新兴的国家比在美国本土投资更加安全。为什么资金总会流向更安全的投资区域呢？

这就要从大家的投资心理来说了，每一个进入投资市场的人，都想通过自己在这个市场里打拼，给自己带来更加丰厚的资金回报，让自己的财富变得更多。谁会本着“送钱”的心理进入投资市场呢？可以说，每一个投资者都害怕自己的投资是失败的，他们都希望自己的资金至少是安全的。在安全的基础上，才会进一步地要求赢利。这也就是大家为什么都趋向于那些更加安全的投资区域了。

其实这种现象有一个现成的词来形容——洼地效应。在经济发展过程中，人们把“水往低处流”这种自然现象引申为一个新的经济概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



念，叫“洼地效应”。从经济学理论上讲，“洼地效应”就是利用比较优势，创造理想的经济和社会人文环境，使之对各类生产要素具有更强的吸引力，从而形成独特竞争优势，吸引外来资源向本地区汇聚、流动，弥补本地区资源结构上的缺陷，促进本地区经济和社会的快速发展。

简单地说，指一个区域与其他区域相比，环境质量更高，对各类生产要素具有更强的吸引力，从而形成独特的竞争优势。资本的趋利性，决定了资金一定会流向更具竞争优势的领域和更具赚钱效应的“洼地”。例如，一些跨国公司跑到中国办公司，就是因为中国的人力成本低，是相对的“洼地”。而且中国经济正在兴起的劲头上，在中国投资相对来说也是非常安全的。

2008 年 9 月，巴菲特通过旗下附属公司以每股 8 港元的价格认购中国比亚迪的股份。由于获得股神入股，比亚迪 H 股股价曾一路狂飙到 88.4 港元，让这家在中国远称不上顶级的车企受到关注，也令其创始人王传福在 2009 年时候身家飙升至 290 亿，成为当年中国首富。

巴菲特怎么会看上中国的 A 股呢？其实，中国 A 股在熊市中沉寂了较长时间之后作为一个资产品种被看中也完全合情合理。这里有两层原因：第一层是中国 A 股较长时间的熊市本身就积聚了反抗的动力，和中国经济强劲增长极其不协调的是中国 A 股根本没有发挥“晴雨表”的功能，曾经在全球股市一片红火的氛围下中国 A 股还跌破了千点的铁底，这种背离本身就已经蕴含着纠错的力量准备绝地反击；第二层是人民币升值的大背景和中国 A 股大门的禁闭使得这个市场成为一个众多资本虎视眈眈的“洼地”，外资在地产上追逐的力道其实已经显示出对人民币长期升值趋势的认可。

一边是热钱高涨的冲动，而另一边却又是中国 A 股大门的有限开启，矛盾夹击下更加突出中国 A 股市场的这种“洼地”地位，制造泡沫的冲动非常强烈。所以，在中国资本市场的大门渐渐对外开启的时候，全球资本涌向这个“洼地”是非常正常的举动。从长期来看资本过剩带来的泡沫膨胀过程将在中国 A 股上演，中国 A 股作为泡沫开始发酵的初

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期还有膨胀的空间。

“洼地效应”是近两年比较流行的词，在经济学的财经分析中我们常会看到。在投资界对于“洼地效应”最直观的解释是，当房地产围合一个湖泊中心发展之时，便形成了自湖心向四周土地递减的级差地租，大致出现“近贵远贱”的圈层分布，这其实就围合出湖心的价值洼地。一旦因某种特殊原因填湖开发，那么，湖心洼地的地价和房价就会突然井喷，创下区域地产的最大价值，甚至引发周边地产的价值飙升，即产生了洼地效应。当然在房地产实际开发中，所谓的洼地不一定就是湖心区，也可能是市政中心、城市广场或历史建筑区等对于区域价值有提升作用的区域。

对于投资者来说，“洼地效应”的概念好理解，但如何才能在投资市场上找到真正的“洼地”，如何找到更加安全的投资区域，从中获得投资的巨大收益才是最重要的。

第六节　为什么传统投资建议只能创造平庸的绩效

在投资的世界里，没有人是孤军奋战的，几乎所有的投资者都会主动去收集别人的投资建议，他们总是想尽一切办法去得到更多的信息。在他们的观念里，掌握的信息越全面做出的投资决策越全面，从而就能够赚取更多的利润。殊不知，他们所收集的投资建议里对自己有用的并不多，听从那些传统投资建议只能创造平庸的绩效。为什么呢？

因为我们所知道的关于投资的知识都是从学校、书本杂志、电视节目、网络、理财顾问或者经纪人和一些资深的投资者这些地方得到的，但是他们给我们提供的投资知识或者建议对我们自己来说并没有多大的用处。并不是说他们说的不正确，而是因为他们关注的核心并不是我们自己。他们给出的投资建议并不是站在我们自己的立场给出的，如果我们完全遵照他们的投资建议去操作的话，我们就很难赚到大钱。

就拿理财顾问或者是经纪人来说吧，很多没有时间或者是没有投资经验的人都会把自己的资金交给经纪人去处理，或者是咨询理财专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家对市场上投资产品的一些意见。其实这些人给的投资建议并不是最符合我们自己个体的情况。他们所有的投资建议都是从他们自身的立场出发的。

只要我们稍微动一下脑子就会明白，理财顾问和经纪人既然作为一个职业来存在，必然有他赚钱的来路。所有的投资者应该都要明白一点，理财顾问和经纪人也是需要赚钱的，帮我们个体的投资者来赚钱并不是他们的主要目的，他们是想利用我们这些个体的投资者来达到他们赚钱的目的。

在这里我们就需要先了解一下金融业赚钱的方式。金融业赚钱的方式就是持有委托人的金融资产。通过这种方式，不管他们是否能够帮助委托人获取收益，他们都可以向委托人收取手续费。

对于一家共同基金来说，只要持有我们的资金，不管是输钱还是赚钱，从我们身上赚的钱都是一样的。所以理财顾问和经纪人才不关心他们给我们的投资建议能不能让我们赚钱，他们只要能够继续持有我们的金融资产就够了。

这是因为经纪人赚钱的来源大部分都不在于客户的佣金，而是来自于向委托人收取管理费并且想尽办法把委托人账户上的资金用在各种途径上。如果他们能帮委托人赚到钱，这是皆大欢喜的事情，但对于他们来说，真正的成功更多地却是持有委托人的资金，然后使用这些资金来收取手续费，而不是有效地对这些资金进行管理。

2006 年，美林公司单靠这种手段就赚了大约 20 亿美金，占到了公司总利润的 25%。经纪人不用通过帮委托人赚钱来为他们自己生财，他们只需要持有委托人的资金就可以了。所以我们听取他们的投资建议并没有多大的用处，也就是说，他们都是从自己的立场去向委托人提供投资建议的。

当然也有一些人是可以得到一些好的投资建议的。《一个华尔街瘾君子的自白》一书的作者吉姆·克莱默是一名非常成功的基金经理，他借助这本书讲述了他是如何通过向经纪人支付佣金而接触到有经验的分析师和经纪人，所以他可以先于普通大众了解到那些关键信息。他说佣金“决定你能知道什么，你将知道什么。如果你支付了大笔佣金，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析师就会给你回电话，经纪人会为你服务，你也可以获得赚大钱的各种点子”。

从上面的例子我们好像看到了一些非法的内部消息的交易场景。但是我们想一想也是非常简单的道理，那些自己做研究的消息灵通人士在和别人共享有价值的信息时，当然要收取一定的酬劳。问题是，对于我们这些普通的投资者来说，减缩投资成本还来不及，怎么可能花钱去买消息呢。

所以广大的普通投资者除了向理财顾问和自己的经纪人征询投资建议之外，他们还非常主动地去关注财经媒体，希望能够在上面能够挖掘到一两个投资的机会。确实，从这些媒体中当然也能找到一些有用的信息，但最终效果很有限，原因是这些财经媒介的主要目的并不是帮助你赚钱，而是获取并留住读者、订购者以及广告商。财经媒体衡量成功与否并不是通过给我们提供好的赚钱的建议，而是通过吸引我们注意力和眼球的建议。

而且很多媒体的信息提供者并不是专业的理财经理，而是一些根本没有实际投资经历的记者。这些人给出的投资建议能有多少是靠谱的？而且这些媒体是面对广大的投资大众的，没有专门的针对某个人来量身定做的投资方案，所以，从这些渠道得到的投资建议几乎就没办法进行实际操作，更不要说是赚大钱了。

其实，最能够为我们提出有效的投资建议的就是那些已经成功的个人投资者。对于那些与他拥有类似环境、需求和欲望的人，他们就能够提供最好的投资建议。但是市面上对于成功的个人投资者所处的独特环境以及如何帮助其他个人获得投资收益都没有过多的讨论。

当然我们这里所说的成功的个人投资者并不是指像巴菲特他们那样的投资大师，因为那些投资大师们都已经成了专业的理财经理，他们的出发点跟普通的投资者也已经产生了距离。那些每年都能获得很好收益的个人投资者并不是我们在财经媒体上总能看到或听到的人。但这些人却是最合适为我们的大多数人提供最好投资建议的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七节 “物有所值”为什么是投资的根本

上世纪末，收藏投资界曾一度掀起炒作中青年画家“有限印刷品”之风，有机构大肆宣传购买“有限印刷品”可以得到保值增值。为此，许多不明真相的人纷纷跟进。面对这一状况，业内一位资深人士指出一件作品有限印刷编号500件，平均每件的成本20美元左右，加上炒作成本，最多50美元，卖价却在500美元至2000美元不等。此外，通过对某画家某件作品的“有限印刷品”的炒作，又极大地提升了他的这件作品和其他原作的价格。这样，有限的印刷品和源源不断推出的无限原作，互为推波助澜，达到名利双收，跟进的购买者，则必然吃亏无疑。此后，“有限印刷品”炒作之风终于收场。

从上面的资料我们可以看到，在投资界中，很多人仅仅是跟风而动，他们不会去考虑自己所有投资的东西原本的价值应该是多少，他们只要看到是热门的，能够让自己在短时间内得到回报产品就可以。从上面的资料中我们也可以很明了这种投资的方法很不安全，其实投资的最根本就是要“物有所值”。

世界级投资大师巴菲特的老师格雷厄姆有一句经典之言：“短期来看，市场是个投票器；长期来看，市场是个称重机。”如果想要长久地获利，当然还是越“重”的产品越好。而这个“重”就体现在投资产品本身的价值上。如果一个投资产品只重“一两”，我们就花“一两”或者少于“一两”的钱来买这个东西，绝不能花“二两”的钱。这个道理其实很简单，在我们平时的购物生活中，面对一些高价的商品，我们都会估量一下这个商品到底值多少钱，商家开的价格是不是“物有所值”，如果价钱过高就是自己吃亏。这个道理大家都明白，但是自己在投资的时候，遇上一些价格虚高的投资产品，自己却不能理解这个道理了，就会利益熏心地大量买进，直到这种虚高的泡沫消失了的时候，自己才懊悔不已。

投资大师巴菲特曾经说过：“投资者的买价决定投资回报率的高低，投资者应该时刻把这个关键因素牢记在心……我从不购买价格并不明显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



低于企业价值的股票。”巴菲特认为，做买卖最先应该考虑的因素是价格，投资也是如此。道理很简单，只有合理的价格才能买到物有所值的产品，才能取得合理回报。所以，他无论购买企业或股票，考虑的首先是价格是否物有所值，他永远只做价格明显低于公司内在价值的投资。想要买到物有所值的投资产品，就要能够清晰地计算出它未来的价值，巴菲特说，他非常敬佩他的朋友比尔·盖茨及其微软公司，并且认为他是当今全球商业界最聪明、最有创意的经理人。不过，虽然比尔·盖茨担任伯克希尔公司董事，巴菲特却从来没有买过微软公司的股票。为什么？巴菲特说，原因就是因为他无法很踏实地估计微软公司未来的赢利和股价。

巴菲特的投资原则非常明确：投资每一只股票价格上都要物有所值，哪怕“估计一定会”有丰厚的回报；但如果无法确切计算其回报率高低，也会被他放弃的。因为他深深地明白“物有所值”是投资的根本。

其实很多人也是明白这一点的，只是在自己执行投资计划的时候，在判断这个“物有所值”的投资时机的时候过于自信，而使自己的投资变得“超值”。当然，任何人都不会承认自己是因为过于自信而判断失误。

曾经有人做过这样一个调查，看看人们认为自己的驾驶技术水平如何。答案有三个选项：低于平均水平，等于平均水平，和高于平均水平。理论上，调查结果应该在平均值上呈现正态分布。结果是，远远超过50%的人认为自己的驾驶技术高于平均水平——而这显然与事实不符。

从资料中我们可以看到，大部分人都是不自觉地就犯了过度自信的错误。在投资的活动中也是这样，很多人其实都是存在过于自信的问题，只是他本人没有发觉而已。投资操作上的“过度自信”会导致投资者的一些非理性行为，最常见的一种是以短期获利为目的的频繁操作，不论市场总体的牛熊，他们都自信能驾驭市场。然而，实际结果往往是在上涨趋势中错过主要的升浪而在跌势中逃不过主要跌势。

同样，不少投资者都认为自己是价值投资者，价值投资的代表人巴菲特也无疑为多数投资者所追随。然而，实际操作上，“过度自信”往往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



令投资者过于着重“择时”而轻于判断投资标的绝对价值。这并非真正的价值投资。

巴菲特认为，投资产品的账面价值和实际价值之间没有一点儿关联，所以在分期建仓时不用过多关心产品价格，更不必关心市场有没有到达底部。只要我们觉得它的内在价值值得投资，那么即使不是底部也能买。

既然这样，投资者也就没有必要过于关心短期内的市场走向会如何。因为市场发展有它的必然规律，而这种规律至今还没有人能够掌握，否则就滑向了“市场有效理论”。投资者只要觉得该产品的内在价值进入了值得投资的区域，无论这时候有没有到达市场底部，都可以买入这只产品。总之，“物有所值”是投资的根本，只要抓住了这一点，我们就能够淡定地立身于投资市场中。

第八节　为什么同等投资，不同的人有不同的收益

商学院的学生莉莉和几个炒股的同学每天下午都会聚一下，谈论一下自己的投资心得。有一天，莉莉刚一到场就嚷开了：“今天真是爽啊，我买的微软涨停！哈哈，终于被我买到涨停的股票了！”

“哟，莉莉买股就是厉害。我今年可是一次都没碰到过呀。”陈璐羡慕道。

“我是上个月29日那天，看到这只股票走势上不错，而且有放量的迹象，所以咬咬牙，在临收盘的时候花了1000美元杀进去的。嘿嘿，还真被我搏对了，今天涨停。我看看放大量了，就没敢再拿，今天全抛了。明天可能还会冲冲吧，不过我想还是落袋为安算了。”莉莉谦虚的语言里还是无法掩饰她的洋洋得意。

“对了，麦克，你近期买了什么了？听说你最近都很用功，认识了一个投资界的牛人。他应该给你介绍什么牛股吧。快来给我们大伙说说？大家分享分享。”

麦克听了扑哧一乐：“啥都瞒不了你？没说推荐什么股票，我买的也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是微软的股票，也是在上个月29日投了1000美元。”

“什么？你也是买了这只股票？你今天没卖？还拿着？”莉莉有点儿着急，连抛几个问题。

“是啊，我认识的那位朋友说，××机构正在建仓这只股票。因为你也知道，先前我按照他给的信息买的ST磁卡让我大赚一把，所以我现在非常信赖他，那天我也就重仓买了微软！之后，他还在多次提示我，基金还在继续增仓，所以我就放心地持有了。即使是今天它涨停了，他仍告诉我，这家基金还没有减仓。你说我还会出吗？我当然要牢牢地抱着，我相信，这只股票还是会继续涨。因为，相信他是不会错的。”

“啊，如果明天微软真的涨了，那我还不亏大了？”莉莉有点儿惋惜。

第二天，莉莉一个人急匆匆地赶来找麦克，进门就嚷道：“麦克，没想到微软今天真的还涨停啊！可惜我昨天就卖了。那个朋友真的是神了！”

因为莉莉没有掌握更多的关键信息，过早地卖出了那只股票，错过了获得更多的利润的机会。她和麦克虽然做出了同等的投资，但是明显他们两个人的收益是不同的。

如果细心观察的话，我们会发现在投资界会存在这样一种奇怪的现象：用相同的资金进行投资，经过一段时间之后，不同的人收益情况却不一样。为什么会有这样的现象呢？

首先，我们来看一下这样的情况：相同的资金选择不同的投资渠道，所得收益差异很大。例如以5万元本金进行投资，如下两种不同方式的投资，将会产生完全不同的投资收益。假设这一次的投资期限是一年整，投入总资金5万元；在投资期内除经营所得利润可以参与滚动周转外，不以任何形式补充经营资金；投资者的正常工资性收入按1千元/月计算。在这样共同的投资前提下，我们来看看选择不一样的投资渠道会有什么不一样的结果。

1. 投资股票型基金

(1) 投资成本：网上认（申）购买费率为0.6%，柜台认（申）购买费率为1.2%～2%，即购买成本一般在300～1000元。持有期一年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



赎回费率约为0.5%，即投资基金所支付的认（申）购及赎回总成本低于2000元。

（2）若以2006至2007年为例，2006年沪指上涨130%，股票型基金平均收益率为126%，混合型基金平均收益率为88%；2007年1～6月沪指上涨40%，股票型基金平均涨幅为65%，混合型基金平均涨幅为59%。

（3）假若投资投票型或混合型基金，且持有时间一年，按最低收益30%计算，年末基金的收益应为1.5万元，扣除投资成本后净收益为1.3万元。

（4）投资者个人仍可从事原有工作，其年度工资薪金收入总收入为1.2万元。

2. 在小县城投资商贸

（1）投资成本：租铺面20平方米，按300元/平方计，则付三个月房租费约1.8万元，进行简单装修，一次性装修成本约1万元，办理各种证照及货架等约0.2万元。即年度固定性总成本为8.4万元（1.8×4＋1＋0.2）。

（2）实际可用于周转的流动资金其实只有2万元（5－1.8－1－0.2）。

（3）用2万元的流动资金要在一年内使净利润达到1.3万元，其毛利至少应达到9.7万元（1.3万元＋8.4万元），若营业收入毛利率为30%，其年度营业额至少应为32.3万元，即年度的流动资金周转次数至少应在16次以上，也就是每23天流动资金周转一次，日营业收入应在870元以上。

投资于股票性基金与投资于小县城的商贸同属激进型投资，从股市及基金收益来看，要达到30%的年收益风险较小；但投资于一般性商贸要达到30%的净收益困难较大；投资于基金期满赎回后，全部资产以货币形态存在；而经营商贸期满时大多是实物存货，要全部变现存在跌价损失风险。再加上投资基金时，投资者仍可以从事原有工作，仍可获得年1.2万元的工资收入；但投资商贸后，投资者可能会不停地打理生意，处理各种事务，存在失去原有工作的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从以上分析可知，在投资额较小、投资期较短的前提条下，如果没有足够的商贸经营经验，没有足以支持较高获利的经营项目时，选择开放式偏股型基金投资具有一定的经济可行性。

上面讲的是投入相同的资金但是选择的投资渠道不一样，最后的投资收益是不一样的，而且，在一开始的那个故事里，我们就可以看到投入相同的资金，而且投资的是同一种产品，但是操作的方式不同，最后的收益也不一样的情况。所以，对于市场上同等投资，不同人会有不同的投资效果的事情并不足为奇。

第九节 为什么“价值洼地”是个危险词

“价值洼地”在奉行价值投资的投资者群众中是出现得最频繁的词之一，他们总是强调想要做好投资，就要找到“价值洼地”。到底什么是他们口中的“价值洼地”呢?

他们所谓的“价值洼地”是指一个产品相对于其他已经炒高的同类产品还存在明显的价值低估。乍一看，这不是很好吗，就像进行股票投资，抓住被低估的股票，长期坚持，等到它的价值终于被发现的那一天，自己不就发大财了吗?为什么还要说“价值洼地”是个危险词呢?

还是拿股票投资来说，因为有了“价值洼地”这个词，就会把大家都吸引到那些不好的公司上面去。因为有了这个词，大家在做投资决策的时候就会先看谁便宜，然后再从一大堆便宜的“价值洼地”中找最便宜的，或者基本面略微好一点儿的，在矮子里面拔高个儿。其实，这种做法很容易让投资者只抓住一大堆“烟屁股”和质量马马虎虎的公司。

多数“价值投资者”都认为，在“价值洼地”寻宝比在贵的公司中寻求贵得不够的公司更能让人睡觉踏实，因为毕竟他们所持有的股票估值“便宜”。但是，一旦出现危机，三线股和四线股跌得更加厉害。原因是它们的股票更容易被边缘化，它们的业务更容易出问题，在经济复苏或者资本市场复苏时，它们又往往被遗忘。

大家一般认为，巴菲特的超级成功起源于他1964年收购一家纺织

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



厂，并用它作为平台不断投资和增值。

可是后来，巴菲特对一家全球性的财经有线电视台的记者说，他1964年收购那个纺织厂是个巨大的错误，它使他46年来起码少赚了2000亿美元。显然，这是个天文数字。他是在瞎吹，或者讲俏皮话吗？巴菲特解释说，在收购那家纺织厂之后，他花了很多钱和很多年的时间做善后工作。如果当时他收购的是一家好的保险公司的话，他的资产净值的增长就会快很多，收拾乱摊子所费的时间和努力就可以省下来投入资产增值的工作中。

我们无法核实或者验证巴菲特的计算，但他讲的道理是很清楚的：从短期来看，投资高增长的公司不见得比投资低增长的公司有明显的优越性，但从长期来看，区别就大了。复合增长率是一个十分可怕的东西。20年或者30年下来，即使复合增长率的小小差距都可以导致财富的巨大差异。这也就要求投资者尽量看得远一些，不取巧，多关注可持续增长。不要被“价值洼地”所误导。

这也就是说，我们在进行投资的时候，不要先去找所谓的“价值洼地”，先不要急着去估值，先把那些有优良质量的公司选出来，首先选5～10年内有前途的行业，好的商业模式和公司，再从中选出管理层质量高的公司，最后再看估值。如果估值不是特别离谱，我们再决定是否要买这个公司的投资产品。

当然，这些公司的投资产品的价格在同类的投资产品中通常会显得很贵，但是我们也能够从中找到一些贵得不够高的公司。巴菲特也曾经这样说过：“我们应该在估值方面稍微将就一点儿，而在企业质量和前途方面尽量提高标准。”这句话的意思也就是，公司的质量是首要的，价格稍微贵点儿也是没有关系的，只要我们的投资“物有所值”。

这个道理很明白，例如我们发现了一家经营很好的公司，但是因为自己的规模或者其他的原因，在未来的3～5年内不可能上市，这样的公司就常常会被投资者低估。因为一家公司是否上市是不影响其基本面的。即使它永远都不上市，也不会影响我们的投资收益。大家想想，如果企业的生意红火，每年都能够分红，而且分红还逐年增加，回报率很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高，我们为什么一定要追求它上市呢？例如这家公司每年都能够给我们比较稳定的现金分红 20 万美元，那么即使它永远不扩大规模，永远不到股票市场上市，我们的投资的内涵价值也不会受到任何影响。

所以，我们在选择投资目标的时候，不要被“价值洼地”这个词所迷惑，轻易地掉进了价值陷阱里面去。什么叫“价值陷阱”？看起来便宜而实际上不便宜的投资产品是也！它们有一个共同特点，就是让你亏了钱以后还不知道怎么亏的。更不可思议的是，多数受害者事后还振振有词地为这类公司辩护，原因是这类公司一般都有致命的诱惑力。

表面上看，它们好得几乎无可挑剔，市盈率不高，负债率可能也不高，拥有的工厂和持有的物业或者其他非主营业务的投资都在升值或者已经升值，重置成本远远高于公司现在的账面价值或者股票市值，等等。但是由于它是处于夕阳行业或者是其管理阶层的腐败或者懒惰，就会把我们的资金莫名其妙地葬送了。

为什么我们会很轻易地掉进这样的“价值陷阱”里呢？主要是“静态思维”在作怪。便宜股票的便宜是无须争议的，8 倍的市盈率低于另外某公司的 20 倍的市盈率，这不需要辩论。股票价格比净资产低 30％总是好过溢价 30％。但是，我们忘记用动态思维来看问题。如果一家公司能够实现未来 3 年利润翻一番，而另外一家公司的利润原地踏步（甚至下跌），3 年以后的估值状况会如何？

所以我们在做投资选择的时候，目光要放长远一点儿，用动态的思维去看问题，避开“价值洼地”的陷阱，为自己选择最好的投资目标。

第十节 为什么市场不可能总是风平浪静

我们已经知道了，在投资市场中，波动总是不停地发生，很难看到持续很久的风平浪静的投资市场。为什么我们的投资市场不可能总是风平浪静呢？

就拿大家都熟悉的股票市场来说吧，股票的价格不可能一直上涨，也不可能一直下跌，而是围绕股票的内在价值不断地涨涨跌跌进行波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



A&P. 公司的股票最初于 1929 年在“场外”市场（现在的美国股票交易所）进行交易，其最高价曾达到 494 美元。到了 1932 年，其股价下降为 104 美元。1936 年，股价在 111～131 美元波动。随后的经济衰退和 1938 年的熊市，使得该股价格降到了 36 美元这个新的最低点。随后的 1939 年，A&P. 公司的股价上升到 117.5 美元，为 1938 年最低价的 3 倍，而且大大高于 1937 年的平均水平。1949 年之后，这家杂货连锁店的股票随着整个市场一路上升，到 1961 年股票分割（10 比 1）时，达到 70.5 美元的最高价。随后一个时期的利润趋势出现了总体下降。后来一年的股价从 70.5 美元的最高价位，下降到了 34 美元。经过数次不同的波动后，股价又在 1970 年降到了 21.5 美元的最低水平，1972 年进一步降到了 18 美元。

从上面提到的 A&P. 公司股票的价格发展情况来看，投资市场的行情确实总是起起伏伏的，并没有风平浪静的时候。为什么会这样呢？英国著名经济学家休谟指出：“一切东西的价格取决于商品与货币之间的比例，任何一方的重大变化都能引起同样的结果——价格的起伏。”休谟还进一步说：“商品增加，价钱就便宜；货币增加，商品就涨价。反之，商品减少或货币减少也都是有相反的倾向。”其实，股票也是一种商品，也受这种规律的制约。当某一特定的股票市场，交易的股票数量增加，而参与交易的资金不变时，交易的价格就会下跌；反之，当参与交易的资金增加，而交易的股票数量不变时，交易的价格就会上涨。

关于投资市场总是在波动之中的研究，最著名的当属 R. E. 艾略特的波浪理论。他的波浪理论认为市场价格呈波浪式运动，是市场自身的一种规律。至于市场所发生每一个市场决定（或买或卖）如何成为市场的一部分却不会使市场运动服从千千万万的主观愿望？经典的解释是：“每一个市场决定，不仅产生于意味深长的信息，同时也产生意味深长的信息。每一笔交易，在即刻将成为一种结果的同时，进入市场组织……加入到其他投资者行为的原因链中。这样反馈循环受制于人的社会本性。”

从上面的解释中我们可以看到，投资者在投资活动的过程中，所做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出的投资决策对投资市场的发展也是会起到一定的作用的。当我们做出买进或者卖出的举动的时候，对其他的投资者是会产生一定的影响的，从而使投资市场跟着广大的投资者的买进卖出举动出现此起彼伏的现象。

可以说，投资市场的盛衰沉浮与投资者的过度乐观及随后的过度悲观有很大关系。朝一头走得太远就会有过剩，朝另一头走得太远就会有匮乏。一个方向上的过度会导致另一个方向上的过度，如此往复，舒张和收缩永不停息，风平浪静永难持久。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章

技术分析真的是制胜法宝吗

第一节 为什么投资大师都使用图表交易

大部分的投资者在做出投资决策的时候，大多数都是采取跟风的形式进行操作，就是看到市场上哪个投资产品好就跟着投资哪个，一旦看到这个产品的价格下降，就赶紧抛售，再找一个更加流行的投资产品。但是，只要有心的人就会发现，那些投资大师都是使用图表进行交易的。为什么他们都要用图表做交易呢?

只要有图表可供研究，真正的投资大师甚至不乐意去了解公司经营什么业务或处于什么行业。在他们看来，图表中呈现的“倒碗”形或“三角旗”形对微软的意义与对可口可乐的意义完全一样。关于赢利和股利的基本面信息往好里说可视为毫无用处，往坏里说则绝对可看作让人分心的东西。这些基本面信息要么对股票定价无关紧要，要么即使重要，也已经在信息公开之前的几天、几周，甚至几个月的交易中就已经反映在股价上了。正是出于这个原因，很多投资大师若不是为了跟踪每日股票报价甚至懒得读报。

所以，在他们的眼中，大多数市场操作是基于技术分析的，他们认为技术分析为短线交易者做出聪明的买卖决策提供了更可靠的基础。许多投资大师从个人的经验了解到即使基础面再好的公司也可能会在几天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



甚至几小时之内跌掉2～10美元，而基础面很差的公司也可能完全相反。基础分析尽管用得很多，只有当一个人想要持有股票一年半到五年的时间时它才有最大的价值。而技术分析，如已经证实的价格形态、支撑和阻力、量能特征、机构收集、向上或者向下的突破等，是短线投资者应该选择的，因为技术分析和图表形态仅仅是指引，不多不少。它们帮助投资者评估某个特定的活动的概率，帮助投资者了解在目前它的价值和风险。

约翰·迈吉是一名早期图表师，在马萨诸塞州的斯布林菲尔德的一间小办公室里操作过图表。为了防止任何外界事物干扰自己做分析，他甚至用木板把窗户全给堵上。曾有人引用迈吉的话说："当我走进办公室的时候，我就把整个世界都关在了外面，一心一意研究图表。无论风雪肆虐的严冬，还是明月高悬的六月夏夜，这间屋子里发生的一切都毫无分别。在这里，我不能只是因为外面阳光明媚就说'买进'，也不能因为外面下着雨就说'卖出'。否则，我会对自己和客户都造成伤害。"

从迈吉的话中我们确实能够体会到投资大师们利用图表来交易确实是可以离开对企业基本面的分析的。作为一个显示特定情况出现的概率的晴雨表，技术和图表是无可匹敌的。

我们从技术分析的实际操作可以推断，图表师必然是短线交易者，而非长线投资者。当征兆显示有利时，图表师就买进股票；当凶兆出现时，图表师就立即卖出股票。他对待股票的轻率态度就好像某些人和异性打情骂俏，因而他所取得的成绩也就是成功的进进出出交易，并非令人幸福和满足的长相厮守。

当图表师选择一只股票作为潜在的买入对象时，通常在买入之前会用一段时间来观察，因为对他而言，选择时机是绝对重要的。当股价穿过底部形态而涨得更高时，图表师也越来越兴奋。最后，若进展顺利，便会出现心满意足的一刻——赢利在握、如释重负，继而回味余韵。

一个不是很精通的新手可能会看到某个特定的技术规则如支撑线没有起作用，就会错误地认为它是不可靠的、没用的。这是一个非常大的错误，应该像躲避瘟疫一样避免。更精明的投资者可以在它不起作用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时候了解到至少与在它起作用的时候一样多的东西。如果支撑线连续四次被证明有用，突然不起作用了，那将是一个非常有用、非常有价值的信息。在我们看来不是规则不起作用了。这是一个正在表明最强烈的、最有价值的信号的技术规则：改变的信号。

基础分析虽然很重要，但是不能帮助投资者在实时评估风险和选择时机。这正是技术和图表胜过基础分析的地方。认为或者期望图表规则能够在任何时候都起作用是非常天真的想法。它们不能。有时它们不起作用，但是当它们起作用的时候，它们会给精明的交易者提供有价值的信号。投资者必须学会如何去听。

技术分析的第一条原则是：与一家公司赢利、股利和未来业绩有关的所有信息都会自动反映在公司的以往价格上。显示股票过去价格和成交量的图表已经包括了证券分析师可能希望知道的所有或好或坏的基本面信息。第二条原则是股价倾向于沿着趋势运动，也就是说，价格正在上涨的股票往往会继续上涨，而横盘整理的股票往往继续盘整。

趋势可能倾向于延续自身，原因在于大众心理中的群体本能使趋势得以延续。当投资者看到某只投机性热门股的价格越涨越高时，他们也想赶浪头分上一杯羹。实际上，股价的上升本身就是自我实现的预言，给群体的热情火上浇油。股价的每一次上涨都激起投资者参与的欲望，并使他们期待着股价进一步攀升。而这些变化都会直接地反映在图表上，这也就是为什么那些投资大师都使用图表交易的原因。

第二节　为何图表法可能不管用

尽管投资大师都使用图表进行交易，但是，有些时候，图表法也有可能不管用。它并不是万能的，也并不是适合每一个人的，甚至是有些投资的场景根本无法用图表法来解释或者是用图表来推测发展趋势。

为什么会是这样呢？为什么那么多投资大师都使用的图表法也会有不管用的情况呢？这是因为那些总是利用图表进行交易的投资大师只是在投资产品的价格趋势已确立后进行买进的操作、在既有的价格趋势已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



被打破后选择卖出。也就是说，只有市场的发展是有趋势可循的时候，他们的图表法才能够发挥作用，他们才能够根据自己的图表及时地做出投资的决策。

但是我们都知道，在投资市场上，规律是非常珍贵的东西，几乎没几个投资产品的价格是按照一定的规律或者是一定的趋势的发展的，有也只是暂时的。在投资市场上，很多行情都是在突然间就会发生，剧烈反转的行情也是时常发生的。在这些时候，那些使用图表作为自己交易依据的投资大师们就会错失良机。很少有人能够依据图表交易而抓住了市场的转瞬之间的投资机会。

其实，使用图表作为自己的投资交易的依据，本身就有滞后的嫌疑。例如，在图表中某个上升趋势的信号发出之时，在市场上的上升趋势可能已经形成了。从这点来看，这些使用图表进行交易的投资大师们只是跟着市场的屁股跑。那么，在这样的情况下，如果市场来一个急剧转弯，就会给这些投资大师们来一个出其不意，使他们的投资大受损失。

而且，使用图表进行交易的大师们都是依据自己的分析来做出自己的投资决策，图表是客观存在的，面对同一个图表，不同的人会有不同的分析结果，从而做出的投资的决策也不尽相同。而那些总是依靠图表进行交易的投资大师们早就各自形成了自己独有的分析方法。这从表面看起来是一件好事，但是，他们的这些分析方法最终必定会让自己弄巧成拙，得到的结果必定适得其反。对任何一项技术而言，使用的人越来越多，其价值必定越来越小。倘若所有的人同时根据买入或卖出信号采取行动，这些信号肯定毫无价值。因为他们都是根据同一个信号做出的反应，即使分析的方法不同，但是他们会看到相同的市场趋势，这样对于投资者来说，如果所有人都能够看到的投资机会就已经不是机会了，就像大家都知道的名言一样："如果连擦鞋童都知道哪只股票的行情好的时候就是退出股票市场的时候。"从这个方面来说，图表法也是不能管用的。

而且，我们都知道，这些使用图表进行交易的投资大师，他们所依据的图表所反映的是已经发生过的市场行情，是有一定的滞后性的。也就是说，他们的投资决策是建立在一种对市场未来发展的预测的基础上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的。他们往往会预测技术信号何时出现，并做好应对准备。如果他们发现某一投资产品的价格即将突破某一阻力区，他们往往会在突破之前而不是之后对这一个投资产品进行买入的操作。如果说过去使用图表技术还能获利的话，那么现在则只有那些能预计到信号何时发出的人才可能赚钱。这表明其他人将力图更早一步预测到信号。当然，我们也非常清楚地明白一个道理：没有一个人是能够准确地预测到市场的具体发展情况的。换一句话来说，他们预测得越早，越不能确信信号是否会出现，越会出现预测偏差的情况。在这种忙乱地预测信号的过程中，恐怕他们也无法开发出任何能够带来利润的技术交易规则来吧。

也许，最能反映图表法也有不能管用的时候的最有力的论据应该还是在于投资者利润最大化行为的内在逻辑上。

举个例子说明一下。我们假定某个被市场都看好的公司当前的股价是 20 美元左右，正巧在这个市场行情下，该公司的一个中层管理者发现公司即将上马一套新的生产工艺，这个新工艺可望使公司的赢利和股价翻一倍。而且这个中层管理者也很确信，只要公司把这个即将采用新工艺的消息传出去，他们公司的股价将会达到 40 美元。只要以低于 40 美元的价格买进就会迅速获利。所以他很可能会尽快并尽可能多地买下股票，直到股价达到 40 美元。这个过程可能只要短短的几分钟便可以完成了。

即便这个中层管理者没有足够的资金推动股价上涨，他的亲戚朋友和金融机构必定有充足的资金令股价迅速攀升，以至于那些依靠图表交易的投资大师“尚未登台，戏已收场”。这里的关键在于市场很可能是一种非常有效的价格机制。如果有些人知道明天股价就会上涨到 40 美元，那么今天它就会涨到 40 美元。

当然，如果该公司根据法律要求公开披露他的新发现，那么这个证明图表也有不管用的时候的论据便更有说服力。股价可能对新信息迅速做出调整，从而使技术分析的整个过程成了徒劳之举。所以，尽管那些投资大师都使用图表来协助自己做投资交易，但是并不等于我们每个人都应该使用图表进行交易，毕竟图表法也有可能不管用的地方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三节 数据中为什么会有缺口

利用技术分析进行投资，最重要的就是要掌握数据。但是，在现实的操作过程中，很多人都会有这样的发现，在自己掌握的数据中，常常会有缺口存在。数据中为什么会有缺口存在呢？

数据中存在缺口是因为存在时间断口或者间歇的价格断点，产生这样的情况的原因有很多，例如，发生第一次世界大战的时候，股票市场在几个月内停止营业。2001 年的 9·11 事件发生的时候，华尔街也没有数据存在。这样长时间段的数据断口是十分罕见的，但是每次的数据断点都有某种原因。

当市场在国家法定假日关闭一天时，数据就会发生一天的缺口。当然，一般的技术指标不会被这些因素所影响，但是，对于艾略特波浪理论研究者来说，在进行短期数据分析时，一天的数据断点会产生很大影响。

股票和期货的区别之一是卖空。为什么专业人士首先会考虑卖空呢？一般基金经理进行卖空交易的原因是他们认为股票价格会下降或者是降低他们犯错误的风险。股票价差是相对应的股票对，或者十分相关的两个股票的买入和卖出。相关度测量了两种股票价格变动的一致程度。任何股票与它自己的相关性都是 1.00，如果我们比较相同股票的多头头寸和空头头寸，这两者的相关性是一1.00。如果一个股票与纳斯达克指数的相关性是 2.00，那么纳斯达克指数上涨时这只股票会上涨两倍。

如果我们把这些股票都买下来的话，我们的风险就会加大，但是如果我们只买入其中的一只股票，而卖空另一只股票，这样风险就减小了。但是厌恶风险的投资者会比较喜欢买入这种特殊部门的基金，因为这时候他所承受的风险也是之前的一半。所以，这一基金组合的风险管理较好，但是只投资于某个由政府保证的特殊部门的基金是不合逻辑的。

卖空股票存在着很大的问题和缺点。首先，卖空者要能够收回他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所卖出的股票。如果他们暂时不能获得股票会怎么样呢？卖空者就会遇到困难。除非我们已经拥有了这只股票，否则我们不能进行卖空。但是如果其他人拥有这只股票，我们也可以卖空股票。换句话说，我们可以借入股票进行卖空，只要支付给我们的经纪人正常交易费用之外的贷款利息。

除此之外还有报升规定，当我们交易股票时，我们不能在股票下跌时进行卖空。股票交易所做出了这个规定，这意味着之前的交易价格要高于其上一个价格。也就是说，只有在市场上扬阶段投资者才能卖空。我们可以想象，市场中会形成一种卖空压力，一旦上扬趋势来临，大量的卖空行为就会发生。

假设市场价格猛烈上涨，这时交易股票或者股票期货指数是没有限制的。但是期货在大多数市场有上限和下限的限制。

当单一股票期货进入市场交易时，它的交易规则也同其他期货一样。这种商品期货不会被借入并卖空。结果，股票交易所开启了灾祸之源，当专业交易商们想要卖空某种股票的时候，就可以越过这些限制随意买卖这种股票的期货。该期货的标的物是股票，股票价格由现货市场决定。除此之外，当股票期货开始变动时，从事套利交易的人们就会进入市场。套利是通过市场中短期的不平衡而赚取利润。但是，如果专业人士全部都对这种期货进行卖空交易，这种期货价格就会迅速上升。这样，股票本身的价格就会下降。如果套利交易者知道期货和现货价格都会加速下降，他们就不会买入期货。

大约在一种期货合约交割日的前两个星期，交易所就会给出下个月期货的新合约。原因是交易量中的大多数都是投机交易，投机者不想在交割日来临时还持有期货合约。因此，当3月份的期货合约重新签订至6月时，6月份的合约就会被大量地交易。在重新签订到期日之前，3月份合约会被交易，但是其交易量较小。结果，6月份一般会跟随着日本日经指数而变动，这时日本市场的变化领先于美国市场。当日经期货白天在芝加哥重新开始交易时，其价格与日本的价格总会有一定的差距。这一差距会使我们立刻醒来。

日经期货图表的独特性质提供给我们真实的期货价格缺口，这一缺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



口是在市场交易中形成的。所有期货市场都会有价格限制。大多数市场的价格限制会在前一天收盘价格之上或之下，这一范围是新一天交易的交易范围。这意味着当其他人都与我们进行相同交易时，我们会在期货市场受损，而这会促使这些行为的结束。

当市场开始营业时，现货价格会与前一天收盘价有一定的差距，这就称为跳空缺口，这总会成为市场中的支撑和阻力区域。这个缺口是识别点，大多数交易商和投资者会因此识别市场的发展趋势。在缺口发生之后，市场的趋势就会开始。但是我们必须要知道市场会出现价格缺口的技术原因。原因之一就是我们发现一个显著的阻力区域，市场价格跳过了这一个区域。我们必须识别出缺口，那么该如何识别出这个缺口呢?

想要识别出这个缺口就要遵循下面的原则：测量从曲线开始到缺口处的变化范围。缺口一般就是中间点的标志，也就是说变化到缺口处只是进行了50%，还有50%的变化即将要进行。

如果我们发现了一个价格缺口，并且市场中从未出现过这一情况，市场最终会填满这个缺口。这并不涉及不同时期的交易数据所形成的缺口，缺口仅仅指未经过处理的市场数据中所形成的现象，并且最终它会被填满。

第四节　价格真的就代表了一切吗

回顾巴菲特过往的出手记录和言论，他不止一次论述过价格便宜对于投资的重要性。比如，他曾说过：“投资成功的关键在于，当市场价格大大低于经营企业的价值时，买入优秀企业的股票。”他还曾决绝地说过：“绝不买入价格没有明显低于企业价值的股票。”从他的话语中，我们也可以看到，在投资市场，投资产品的价格是非常重要的，特别是那些相信技术分析的投资者，价格就显得更重要了。那么，价格真的就代表了一切吗?

在正式的理论基础上，某些技术分析者相信：价格即是一切；所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于市场的已知或未来的可知资料都已经包含在市场价格与走势中。如果我们单纯停留在理论的科学研究的基础上，这个说法是成立的。在不同的形式与程度上，纯粹的技术学派信徒主张，价格走势中存在一种形而上的必然性，它们是由命运、演化或某种宇宙的力量决定，经济分析与预测仅是要找寻正确的相关性或循环时间结构，阐明这些价格走势的性质。

而从巴菲特的话语中，我们貌似也看到了价格分外重要的意思。从巴菲特的价值投资这个角度来说，在价格和价值之间有一个复杂的逻辑关系。大家都明白，价值决定价格，价格反映价值。但这种反映却并不是每时每刻的。受到宏观经济、市场资金面、供需关系等因素的影响，价格明显低于价值情况有可能出现。每当此时，敏锐的投资者便会果断地出手，获取不菲的投资收益。可以说买价决定了回报率的高低。

例如一个人年初以 1100 美元购得股票，到年底的时候还是 1100 美元，那他的投资回报率等于零。然而，如果他投资 1000 美元，到年底获得 1100 美元，那他的获利即为 100 元，年回报率为 10%。

从这个简单明了的例子我们可以清楚地看到价格对于回报率的影响。买入的时候投资产品的价格越高自己在卖出时的回报率就越低。如果投资者至少要求 10%的回报率，最高价格就只应该付 1000 美元。如果投资的价格提高，例如，付出 1050 美元的价格，投资者的获利将减少 50 美元，回报率随之下降（50÷1050=4.7%）。如果付出的价格较低，是 950 美元，投资者的获利将是 150 美元，则回报率上升（150÷950=15.7%）。由此可知，买价愈高回报率愈低，买价愈低回报率愈高。付的愈多获利愈少，付的愈少获利愈多。从这里我们也可以看出价格的重要性，但是我们不能仅从这一点就认定在投资的过程中，价格就代表了一切。

会有这样的误解是因为许多人通常都把投资产品价格的涨跌表现理解为投资报酬，实际上这并不正确。因为投资产品的价格代表的是投资者对价值的看法，并不是它的实际价值。因为如果是实际价值，投资者就不会看到当赢利提高时，它的价格却反跌，而当赢利下降时，它的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格却反涨的现象。

投资产品的价格波动是随机的、无意义的，偶尔也能反映公司的实际价值，但是一般而言则不是如此。因此投资产品的价格充其量只是投资者交换价值判断的一个小依据而已。

如果把价格看成是投资的一切的话，就是试图以严格的循环理论或纯粹的数学方法预测投资市场的未来，完全忽略市场活动中的主观性质。另外，这种态度也忽略政府干预与联邦准备政策对于长期趋势可造成的明确影响。在某种程度内，这类理论系统确实可以成功地运用于行情预测与分析，这主要是因为它们已经脱离一致性理论需要的严格基础。或许它们的理论结构暂时符合市场的行为性质，因为市场参与者具有某些一致性的行为，这种情况下，只是短期的技术性观察；或许它们的理论结构非常普遍或界定过于松散，而使用者有相当程度的解释与推论空间。

其实，以技术分析模型拟定投机或投资决策，并预测未来走势的幅度大小与时间长短，其绩效将缺乏一致性，因为很多时候，投资市场并不总是按照人们所料想的情况向前发展，它们偶尔也会来个大逆转，完全出乎大家的臆想之外。从这方面来说，那些依靠投资产品的价格来形成的技术分析图形就无法发挥它的作用了。

而那些已经成型的技术模型，由于其理论结构实际上将妨碍健全的推论与分析。因为那些模型已经有了固定的思维方式，但是投资市场并不是一成不变的，它总是在改变中前进。而且市场中的参与者的态度也会影响投资的回报，这些因素又很难很快地反映在投资产品的价格上。总之，那些依靠投资产品的价格来形成的技术分析图形，在这些不确定的因素下，将会以无效告终。

当然，我们并不是在否定技术分析的作用，我们只是否定某些技术分析者关于“在投资界，价格代表了一切。”的不科学的说法。毕竟，进行技术分析，我们不能仅仅盯着投资产品的价格来预测投资市场的未来，我们也需要综合考虑，才能够做出合适的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节　为什么短期框架是最安全的时间框架

在我们的印象中，“投资”和“投机”总是被冠于“长期投资”和“短期投资”的代名词，在很多人的眼中，长期投资比短期投资更加安全，所需要的技术相对来说更低。甚至有人这样说，没有时间而又对投资一点儿都不懂的投资者应该进行长期投资。用他们的话来说，进行长期投资的话就不用在乎市场的短期波动。但是，对于普通的投资者来说，有没有那么多的资金和涵养一直等很久才去回收自己的收获？所以说，在我们身边的投资者，大部分都是短期投资者。

从这个现象中我们也可以判定短期投资相对于长期投资是更加安全的。因为每一个投资者都希望自己的资金在安全的前提下获利。没有一个人进入投资市场而不会担心自己资金的安全问题的。所以，从这个角度来说，短期框架比长期框架更加安全。

而且，当市场上下波动，没有规律可循的时候，我们也会发现，短期投资比长期投资更加可靠。巴菲特的长期投资的方法，尽管永远是可行的，但当市场进入恐慌状态的时候会受到真正的考验。尽管在骚乱的时候，交易者的前景都会变得困难，但是在这种时候，优势永远在短期市场参与者的一边。

因为在这个时候，市场的前途未卜，谁也不知道投资市场最终是上行行情还是下跌行情，股灾、泡沫经济、市场崩溃等这些词背后所代表的巨大损失大家也都有所耳闻。在这种市场行情下，最好的办法就是落袋为安，现金为王。能够实现这点的投资方式除了退出市场，就是短期投资。

因为进行短期投资，投资者就可以根据市场的行情进行买进和卖出的操作，敏捷地利用市场的上下波动赚取利润。即使市场的前景很是黑暗，但是这些进行短期操作的投资者也可以在这个黑暗中一天一天地拿到自己想要的东西。可以说，短期投资者有转动硬币的权利。他们可以以光速来回变动，改变立场，甚至可以从恐慌中获利。不能否认在黑暗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时期，进进出出的投资者更闪亮，而长期投资者如果不是完全灭亡也会遭受重创。

长期资本管理基金（LTCM）是成立于1993年的对冲基金，该基金的投资成绩一直不错，吸引着众多的投资者。但是。在1998年夏俄罗斯卢布的套利失败却使LTCM陷入了危难之中。

1998年8月16日，俄罗斯宣布以卢布记价的到期债券无力偿还，卢布随之大幅度贬值。另外，俄罗斯宣布暂缓偿债并冻结西方投资者的卢布记价的债券账户，并使得俄罗斯银行不能够还清西方债权人的私人债务。俄罗斯以卢布记价的债券中有很大一部分被西方对冲基金所持有。许多对冲基金预料到俄罗斯会食言其债券，并采取了如下措施对冲其风险——做空俄罗斯国外债券并向俄罗斯银行做空卢布期货。然而事实上，俄罗斯并没有食言其国外债券，而是实施了延期付款政策，这样使得对冲基金所做的套利失效。结果，大多数投资于俄罗斯的对冲基金都蒙受了巨额损失。LTCM就是其一，LTCM的基金价值在1998年8月出现了大幅下挫。

俄罗斯的食言使得世界金融系统几乎崩溃。在债券食言之后，这些对冲基金必须拿出现金来清还债务和兑现保证金贷款中的条款，要不然就要面临着没收保证金或者对保证金进行清算的局面。保证金成了毫不夸张的大贱卖，对冲基金必须对头寸以任何价格进行清算。

这次套利操作的失败给LTCM带来了巨大的灾难。1998年8月，LTCM几乎损失了15亿～20亿美元的资本。基金的现金也所剩无几，只有巨额的损失和债权人的还债呼声。1998年9月23号，基金已经几次从新老投资者那里融资失败。最后，LTCM被它的一组债权人营救了。该营救计划是由纽约联邦储蓄银行安排的：债权人注入36亿美元的资金，占有基金90%的净资产，进而控制了基金并换掉了现有的股东。这次拯救行动的目的是以平稳的方式处理基金的持仓。

如果不是强大的美联储和大批这个国家最大的投资银行，如美林和摩根，世界上最大的和最受尊敬的对冲基金将会成为一种回忆。不知道如果他们的名字和他们的方法是“短期资本管理”，而不是“长期资本管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理”，他们会不会经营得好一些。但是有了那一次的经历之后，相信他们会严肃地考虑一下这个想法。

当然，这个名字跟基金公司的投资理念和方法并不是一回事。但是，我们仍然要明白，在这种市况不明确的情况下，短期投资远比长期投资要安全得多。如果我们是一名短期投资者，那么，当市场的情况变坏的时候，很多时候，我们也是很难躲过灾难，我们的资金也会有所损失，但是不管我们损失多少，那些进行长期投资的人总是会被伤得更狠。

总之，不管从哪个角度来说，短期投资总是比长期投资要更加安全。可以说，长期持有共同基金和精心选择的蓝筹股总是一种可行的退休类型的投资，但是对于在这个范畴之外的资金来说，短线周期更适用。

第六节　技术分析有多流行，它就有多错误

对于我们这些普通的投资者来说，不要因为那些投资大师们都使用图表来协助他们做交易，自己也就选择来当一名技术分析员。其实，技术分析有多流行，它就有多错误。为什么要这样来说呢？

我们也知道，投资市场是不可预测的，而技术分析就是为寻找投资产品价格运动的某种可预测特征而进行的分析，技术分析师所关注的是投资产品的价格和它的交易量的数据在过去的变动情况，也就是说，技术分析师最终要做的是“预测”投资产品的“价格”而不是评估其背后的“价值”。

世界级投资大师巴菲特曾经说过：“价格是你所付出的，价值才是你真正得到的。”如果我们奉行巴菲特为投资大师的话，说明他对投资是有很深的见解的。那么从他的这句话来看，技术分析师们追求投资产品的价格，正好是错误的做法。我们也很清楚，如果我们在错误的道路上奔跑，我们奔跑得越快，离胜利的终点就会越远。所以，技术分析有多流行，它就有多错误。

聪明的投资者总是努力尝试少出手、多观察，少行动、多等待，总是在那里静静地等待着，搜寻着，像一头经验丰富的非洲狮一样，等待

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有便宜可占的机会出现。

但是，为什么还会那么多人去奉行技术分析呢？这是因为这些纯粹的技术分析师们认为，他们所研究的图表和市场统计数据，能够揭示所有公开信息和一些不为人知的秘密，没有必要进行公司的基本面分析，因为所有的信息都已反映在一个数字——投资产品的价格中了，而且技术分析工具比起基本面分析工具更简单，更有效率。

还有另一个原因，就是计算机技术的发展。在今天，计算机可以轻松地保存成千上万种投资的成交量、成交价格、买卖委托情况、公司财务数据等庞大数据，并对其进行即时的分析，从而在瞬间生成各种图表和趋势线。一套电脑软件，在瞬间就能够完成过去几十个、上百个股票数据分析师才能够完成的工作量。专业的技术分析师和普通投资者都能够免费得到这些功能强大的软件，比如在股票经纪公司的网站上就可以免费下载到这些交易软件。这些技术分析软件是如此普及，以至于即使不相信技术分析的投资者，也禁不住要尝试一下。就好像一个手拿榔头的人，总是禁不住要到处敲敲一样。

现在的科学技术给了技术分析一个有力的力量支持，让更多的人也能够轻轻松松就能得到一个图形来进行分析，这是它流行的重要因素。如果在以前，没有计算机这个便利的工具的话，相信很多人对技术分析会产生望而却步的感觉。毕竟要进行技术分析，最主要的还是根据市场的行情形成一幅幅市场运行规律的图表。要想绘制这张市场运行规律的图表对于大部分的普通投资者来说是非常困难的。

现在因为电脑的便利，大家也就本着试试看的想法尝试分析那些现成的图形。第一次蒙对了，就会有第二次。但是，这些都只是根据市场过去的情况来对未来的发展势头进行推测，并不能真的能够准确地掌握市场在未来的时间里的运行情况。

这个道理想必大家都明白，但是由于投机心理作怪，大家总是想尽一切办法，试图从投资产品的价格和成交量的变动中找到一些能够预示未来的蛛丝马迹，让自己能够大赚一把。很多有心人士正是利用了投资者的这种心理，装出很专业的样子，用各种杜撰出来的貌似合理的逻辑和方法来吸引投资者，怂恿他们进行频繁的交易，以赚取佣金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其实，投资产品价格的短期波动是无规律的、随机的，点位预测家们从投资产品的价格变动的历史数据中归纳出来的各种规律，只不过是一种统计幻觉而已。点位预测师们从未从他们的预测中赚到钱，而只能从兜售他们的“图表巫术”中赚到钱。他们不会“自食其果”，他们只怂恿轻信的投资者吃下他们种出的“苦果”，并从中牟利。

因为投资市场是有效的，投资产品的价格就会对时时刻刻涌现出来的各种相关信息做出及时、充分的反应。所以，投资产品价格的历史数据无法提供关于价格未来变动方向的任何线索，“技术分析”或“图表分析”是没有什么价值的。何况世界上还存在着很多小概率发生的事件。如果我们总是能够根据以往的历史推断出未来事态的发展，相信我们就不会有这么多的“黑天鹅”出现了。

既然未来的市场是不可预知的，那么在这个未知的市场上的产品的价格自然也就无法知道。而且这种反应是一种心理反应，而不是一种确定的物理反应或化学反应。因此，价格的波动更是无法预知。这意味着电脑分析软件的建议、专家对投资产品价格走势的“短期预测”都是没有什么实际价值的，都仅是个人的一种“猜测”而已。

对于这种“猜测”自然没办法做到百分一百地正确。我们可以把它作为自己投资的一种参考信息，但是绝不要把它当成经典来崇拜。毕竟它的出发点就是错误的，在错误的道路上行走会越走越远的。

第七节　为何既要用基本面分析又要用技术分析

大家都知道，投资分析方法通常可以分为两大类：基本面分析和技术分析。在投资实践中，人们总在不停地争论两者孰优孰劣，有些投资者青睐技术分析，有些投资者信奉基本面分析。然而正如美国的投资大师麦基尔所说，这绝不是个非此即彼的问题，要想对投资产品价格进行精确地分析，技术和基本面必须双管齐下，即既要用基本面分析又要用技术分析。

技术分析是将投资市场的起落轨迹制成行情曲线表，也将个别产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



及其交易量在某个特定时期内的变化轨迹制成图表，以推测其价格未来的变化，确定买卖的最佳时机。投资产品在一天内的变化，或者在过去几个星期、几个月、几年里的变化，都可供分析。技术分析家把自己比作导航员，把投资者比作驾驶员，通过研究市场、群体行为或证券走势来确定股市供求的变化，向投资者发出预警。导航员的判断并非总是正确的，但驾驶员不能无视它。

技术分析家认为，投资市场的起落虽然跟每天的时事有关，但主要受对未来预期的影响。我们时常观察到一家公司没有什么好消息，其投资产品的价格却徐徐上升，另一家公司赢利很不错，其投资产品的价格却慢慢下滑，原因就在于此。极少有一家公司在赢利就要恶化的前夕，它的产品价格呈上升趋势，也极少有一家公司在业绩就要大幅度改善的前夕，其产品价格呈下跌趋势。

即使我们投资的是一家优秀的公司，也不能忽视其投资产品价格的技术位区，否则会造成损失。可是光凭技术分析来投资，是不可取的。例如，出乎技术分析家意料的坏消息会使原以为跌到了谷底的价格再往下跌。

但是，买卖一个投资产品不能只根据技术分析显示的价格位区来决定。但技术分析提示投资者注意某一产品，投资者再对该公司做基本分析，则往往会选到中意的投资产品。投资者必须把技术分析和基本面分析结合起来才能精确地分析自己所中意的投资产品的价格是否合理。

对公司进行基本面分析涉及对经济、政治、行业、企业自身等因素的分析。投资者应该了解所投企业靠什么赚钱，靠什么增加收入。是靠提高售价还是降低成本，是靠开拓新市场还是在原来的市场里扩大销售量，还是整顿内部精减人员，抑或是卖掉不赚钱的部门？企业价值的主要来源是它创造利润的能力。对企业做基本分析就是为了判断企业这一能力的大小。

企业基本分析主要考虑以下这些方面：

1. 对企业所属行业进行分析

每个行业都有自身的发展逻辑。通过行业分析，正确地认知行业的基本特点及其演变逻辑，判断行业所处的发展阶段，找出影响行业的关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



键因素，将有助于鉴别那些属于行业中的佼佼者，为企业基本分析提供切入点。

2. 分析企业的营业额

企业过去5年的营业额如何，营业额的年增长率如何，与同行业其他公司的比较如何。

3. 分析企业的营业毛利与纯利

过去5年的记录、年增长率以及与同行业其他公司的比较，这些数据反映生产成本和对公司产品的需求。

4. 分析企业的现金出入量

利润不等于现金。现金流量是分析企业业绩最重要的指数之一。现金的流量决定公司支付薪水、偿债、投资科研开发、机器设备以及发股息的能力。

5. 企业的资本结构分析

企业资本由股份资本和债务资本组成。应注意两者的比例，以及多少属于长期债务，多少属于短期债务，公司偿债能力如何，信用评级如何。

6. 企业的产品分析

产品是属于特异性还是一般性。产品越特异，竞争力越强。

7. 分析企业的市场占有率

市场占有率的大小和增减显示企业的竞争能力。虽然这个数据有时不准确，但企业主管人员不能没有大体估计。

8. 分析企业的主管人员

主管人员的经验、才干、成就和年龄。

9. 分析企业发股息的能力

公司定期发股息说明营业相当稳定，也说明公司现金管理有方。这种公司的股价应当能保持在一定的水平上。

10. 分析企业风险

企业风险、行业风险、行业竞争程度，以及营业在多大程度上受整体经济的影响。

11. 分析企业与政府和职工的关系

政府政策是否对企业有利，产品价格受不受政府管制，企业有没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过违法行为，企业内部的士气如何，上下级的关系如何等。

在分析股价时，基本面分析同技术分析都有一定的局限性。

举例来说，假设股市下跌，而且你相信价值低估的许多股票也跟着下跌。你本来想逢低买进，但是通过技术分析你发现，整体股市的展望确定趋于黯淡。由于市场可能愈跌愈低，你也许会决定推迟买进股票，等到情况稳定下来再说。

相反，假使市场急剧上涨，你相信从基本面来看，手上的一些持股涨过了头。不过，你审视市场的技术面数据后，发现主要指数处于稳定的上升趋势，看不到坐庄的信号，也没有过度投机的买盘介入。

由此，在做投资分析时，必须将技术和基本面结合起来，这样方可做出比较平衡的投资决策。

第八节 谁能够从技术分析中获益

技术分析，以它的简单性、直观性、客观性、综观性、公开性、公平性、公正性七性合一的优点，而深为广大投资者所喜爱，更是为市场评论家所喜用。但若问，技术分析的真谛精髓是什么？相信答案会各式各样，甚至，有的著书立说者会说出一大堆不着边际的见解。其实，从含义上讲，技术分析是指以市场行为为研究对象，以判断市场趋势并跟随趋势的周期性变化来进行股票及一切金融衍生物交易决策的方法的总和。

技术分析这一概念产生于美国著名经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯于 1936 年所提出的空中楼阁理论，该理论完全抛开股票的内在价值，强调心理构造出来的空中楼阁。凯恩斯认为股票价值虽然在理论上取决于其未来收益，但由于对投资者来说，进行长期预期是一件非常困难、有时预测也不太精准的事情，所以投资者最好把长期预期划分为一连串的短期预期。而投资者在进行预期时，应该遵守这样一个准则，即除非有特殊理由预测未来会有改变，否则即假定现状将无定期继续下去。

技术分析者认为，市场行为涵盖一切，价格以趋势方式演变，历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会重演，这是技术分析的三个基本假定，也可以说是前提条件。

1. 市场行为涵盖一切

“市场行为涵盖一切”构成了技术分析的基础。技术分析者认为，能够影响某种商品期货价格的任何因素——基础的、政治的、心理的或任何其他方面的，实际上都反映在其价格之中。

2. 价格以趋势方式演变

“趋势”概念是技术分析的核心。研究价格图表的全部意义，就是要在一个趋势发生发展的早期，及时准确地把它揭示出来，从而达到顺着趋势交易的目的。“价格以趋势方式演变”的意思是说，对于一个既成的趋势来说，下一步常常是沿着现在趋势方向继续演变，而掉头反向的可能性要小得多。坚定不移地顺应一个既成趋势，直至有反向的征兆为止。这就是趋势顺应理论的源头。

3. 历史会重演

技术分析和市场行为学与人类心理学有着千丝万缕的联系。比如价格形态，它们通过一些特定的价格图表形状表现出来，而这些图形表示了人们对某市场看好或看淡的心理。其实这些图形在过去的一百多年里早已广为人知，并被分门别类了。既然它们在过去很管用，就不妨认为它们在未来同样有效，因为它们是以人类心理为根据的，而人类心理从来就是“江山易改，本性难移”。“历史会重演”说得具体点儿就是，打开未来之门的钥匙隐藏在历史里，或者说将来是过去的翻版。

技术分析主要有图表解析与技术指标两大类。事实上早期的技术分析只是单纯的图表解析，亦即透过市场行为所构成的图表形态，来推测未来的股价变动趋势。但因这种方法在实际运用上，易受个人主观意识影响，而有不同的判断。这也就是为什么许多人戏称图表解析是一项艺术工作，九个人可能产生十种结论的原因。

为减少图表判断的主观性，市场逐渐发展一些可运用数据计算的方式，来辅助个人对图形形态的知觉与辨认，使分析更具客观性。

从事技术分析时，有下述 11 项基本操作原则可供遵循：

1. 股价的涨跌情况呈一种不规则的变化，但整个走势却有明显的趋势，也就是说，虽然在图表上看不出第二天或下周的股价是涨是跌，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在整个长期的趋势上，仍有明显的轨迹可循。

2. 一旦一种趋势开始后，即难以制止或转变。这个原则意指当一种股票呈现上涨或下跌趋势后，不会于短期内产生 180 度的转弯，但须注意，这个原则是指纯粹的市场心理而言，并不适用于重大利空或利多消息出现时。

3. 未来的趋势可由线本身推论出来。基于这个原则，我们可在线路图上依整个头部或底部的延伸线明确画出往后行情可能发展的趋势。

4. 任何特定方向的主要趋势经常遭反方向力量阻挡而改变，但 1/3 或 2/3 幅度的波动对整个延伸趋势的预测影响不会太大。也就是说，假设个别股票在一段上涨幅度为三元的行情中，回档一元甚至二元时，仍不应视为上涨趋势已经反转只要不超过 2/3 的幅度，仍应认为整个趋势属于上升行情中。

5. 除非有肯定的技术确认指标出现，否则应认为原来趋势仍会持续发展。

6. 股价横向发展数天甚至数周时，可能有效地抵消反方向的力量。这种持续横向整理的形态有可辨认的特性。

7. 趋势线的背离现象伴随线路的正式反转而产生，但这并不具有必然性。换句话说，这个原则具有相当的可靠性，但并非没有例外。

8. 依据道氏理论的推断，股价趋势产生关键性变化之前，必然有可资辨认的形态出现。例如，头肩顶出现时，行情可能反转；头肩底形成时，走势会向上突破。

9. 在个别股票的日线图或周线图中，可清楚分辨出支撑区及抵抗区。这两种区域可用来确认趋势将持续发展或是完全反转。假设线路已向上突破抵抗区，那么股价可能继续上扬，一旦向下突破支撑区，则股价可能再现低潮。

10. 市场上的强势股票可能有持续的优良表现，而弱势股票的疲态也可能持续一段时间。我们不必从是否有主力介入的因素来探讨这个问题，只从最单纯的追涨心理即可印证此项原则。

11. 在线路产生变化的关键时刻，个别股票的成交量必定含有特定意义。例如，线路向上挺升的最初一段时间，成交量必定配合扩增；线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



路反转时，成交量必定随着萎缩。

第九节 如何从技术角度理解媒体的报道

相信很多细心的投资者都会注意到这样的情况：当媒体杂志报道市场当前的牛市情况时，在技术分析的图表上的市场的上升趋势就会到达顶点。当他们关注熊市时，此时大多数人都在经受损失，在这种情况，在技术分析的图表上就会有一个市场下跌到谷底的形状。可以说，两者是有一定的关联性的。那么我们该如何从技术的角度理解媒体的报道呢?

首先我们先来看一下这些媒体是如何谋生的。印刷形式的媒体产生经营收益的方式是通过刊登当前热点问题来吸引潜在的报纸或者杂志的买者。因此媒体会竞相将一些极端情绪资本化，因为这会使其产品易于出售。电视就有些不同了，因为电视节目是实时发生的。当 DJIA 指数下降至 600 点附近的那天，电视也不可能就真的报道一些负面的新闻，因为大多数人只知道如何在市场中买入自己的投资产品，价格下降都被认为是不好的消息。正因为如此，电视媒体总会尽可能地报道一些正面的新闻，不管当前市场正处于什么情形，也不管这些正面新闻在有经验的交易者看来是多么得不可信。

历史的总结告诉我们的信息不会多于今天的消息。当我们观看过去所发生的事件时，它们是一种在我们脑中不断累积的印象——当时的广告、文章、商业报道、丑闻等——当一个历史性的市场转折趋势发生时，我们就会得到预警信号。新闻本身也是一件被出售的商品，所以我们应该十分客观地对待任何媒体报道的新闻，在选择投资的时候只根据自己的分析就可以了。

如果我们想要成为一个成功的投资者，我们就要时刻注意市场情绪的变化。情绪变化的线索可以从很多途径获得。我们可以通过道听途说的方式了解一下市场的情绪是怎样的，通过这个方式来了解市场的情绪的话，我们可以不用花费任何的资金，我们只要注意聆听自己周围人的谈话。当然，我们所要听得信息并不是指从周围的人那里获得的某些股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票信息或者某个上市公司的内幕消息，而是一些人们对于各个市场状况的看法。但是，这种方法需要我们自己有很强的分析能力，否则我们就会被这些杂七杂八的信息弄乱了自己的思路。

Aerodynamic 投资公司总裁康斯坦丝·布朗曾经讲过这样的故事：在他当交易员的日子里，他们工作的地方非常的干净，在他们的交易台上没有摆放着很多线圈和纸张。只是在房间中摆放着 9 个 35 寸电视屏幕，其中处于正中央的屏幕实时显示所有未平仓头寸的获利和受损情况。房间的另一面墙是一个白色的板子，公司的分析师们使用它来确定支撑和阻力水平，进行价格投射，波动性的分析，斐波那契水平和常用指标的统计。

而他们每天上班都要在这个白色的板子上自己名字的旁边写出1～10 之间的一个数字。这个数字是个人情绪指标。这个数字是这样来定的：如果他们觉得自己处在世界的最高点，每一件事情都是按照自己的方式处理的，并且已经做好准备迎接当天即将发生的任何事情，就可以写入 10 这个数字。相反地，如果他们被感冒病毒折磨了一夜，或者自己当时感到烦躁，就可以写入 1 这个数字。康斯坦丝·布朗说，他们大多数人都会将自己的情绪指数定在 4～8。

他有一次给自己写了 10，那天正巧是詹姆士·贝克和塔雷奇·阿齐兹为阻止海湾战争的发生做最后一点儿努力。这个会议的结果会导致市场变化的失常，这个结果也会决定市场变动的方向。在这样的情况下，每一个投资者都保持着高度的警惕。每一件细微的小事都看起来很大。当 CNN 公布记者会的召开时间由于秘书长贝克需要向布什总统汇报而被延迟的时候，会议之后的第一次震荡到来了。这次延迟让他做出卖出所有的标准普尔 500 指数期货的决定。

但是当他发出指令的时候，经理们很是迷茫，但是当经理看到他在白板上写的是 10 的时候，立马进行了卖出的操作。这个时候，贝克出现在电视画面上，果真宣布了战争的结果。而那个时候他们的头寸都已经卖出了，短短 30 分钟内就进行了 200 万美元的交易。

从这个故事中我们可以看到，媒体报道的事件也是深刻影响着投资

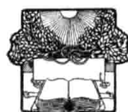
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场的行情的。而且，在电视直播的时候，不可能只挑那些对投资者有效的信息进行播出，肯定有很大一部分的内容对于投资者来说是一堆废话。这就需要投资者能够在这些众多的消息中分析出会对投资市场产生一定影响的消息。

所以，我们要想通过媒体了解到投资市场的行情，我们就要多方位地关注，可以同时观察和收听新闻节目。但是，我们不要单单听他们报道了什么事件，而是要清楚地知道某件事情他们是如何报道的，仔细注意主持人的声调和其他不寻常的行为，这些都会给出市场真实情绪的线索，而这些情绪可能会揭示出市场下一次的变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章
储蓄是聚宝盆还是亏损冠军

第一节　为什么有人认为储蓄不是投资

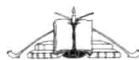
根据美国联邦储蓄系统的数据，美国大约2800万居民选择拒绝使用银行这一传统金融机构，或者钱全还了账单，庞大数量的存款账户余额已经没有剩余。这意味着，每12个美国家庭中就有一个家庭没有银行账户，比例大约为8.7%。

按照2004年数据，美国年收入1.89万美元以下的家庭中，接近25%在银行没有账户。美联储分析认为，从1989年至2001年，无银行账户家庭比例原本呈减少趋势，但此后便保持稳定。据2006年统计，一般美国家庭的平均储蓄仅4000美元，到2011年的调查显示，只有36%的美国人拥有超过1000美元的银行账户。在金融危机后，七成以上的美国人碰到突然间的1000美元的资金缺口，只能通过朋友借贷甚至典当家产。

大多数美国人，上到总统奥巴马，下到新入籍的拉美裔美国人，哪怕只用1美元在银行开户都觉得麻烦——许多人的口头禅是："说不定一年后就会因为一分钱不存，倒欠银行15美元管理费"。

"财富积累最重要的驱动力在于储蓄，并且按照严格的纪律进行储蓄。"哈佛大学商学院毕业的美国投资大师伯顿·马尔基尔认为，只有把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



储蓄作为一种常规习惯，长期坚持履行，才能在可预见的将来继续享有年轻时所体验到的财富生活。

多数美国人，经常在潜意识中将储蓄从投资的选项中删除。美国人是全世界出了名的不喜欢存钱，并且相信储蓄不是投资。为什么美国人如此不信任储蓄呢?

美国人之所以不信任储蓄，从根本上说，是一种惯性使然。多数人做不到把存钱视作习惯，也从不考虑积累致富。

美国近来流行的观点认为，只有进行资产配置，购入优秀的股票或共同基金才能积累财富。他们的理由不外乎有三个。

一是，只要短期，你能在各种不同的资产间踩好跷跷板，投资的面越大，风险越小。总体上还是可以超过银行的收益的。哪怕一年的收益率只有不到7%，也比银行的2%～6%的利率高得多。再说定期存款账户还要纳税，活期存款连利息也没有，还不如直接消费享受。美国大多数时间里，光是通胀率也已经接近银行的利率。消费和投资都比存钱要好得多。

二是，市场上总有那么一两只股票或者基金是被低估的，只要眼光好，长期持有，不愁不涨。不用储蓄也能安乐无忧。巴菲特和大师马尔基尔不都是长期投资优秀股票的天才吗?

三是，婴儿潮的一代们认为既然自己的父母没有储蓄，也可以安然度过，而他们正好赶上了格林斯潘统治下的市场繁荣，连养老金都是由投资法人控制操作的，把钱存在银行是在浪费赚大钱的大把好机会。

马尔基尔教授用自己的投资经验和理论，反驳了这类说法。在他看来这些说法本身就是投机取巧，目光短浅：

第一，缺少定期储蓄计划，完全依赖投资，也是不可靠的。因为投资只是一时，而储蓄却是一辈子的事情。即使拥有再多的投资收益也无济于事，金山银山也会被不断夷平、清空。年轻时错过了储蓄的时机，不经意间跨入老龄的行列，却发觉身无分文，甚至负债累累，那就更要立即着手缩减开支、尽力储蓄，不然等待着你的只有窘困和死亡。马尔基尔坚信，一个人若能从年轻时起就一直坚持定期储蓄计划，并尽早实施，那么他在生命的最后时期一定能拥有一笔稳健增长的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二，资产的长期持有是以一定的资金做准备为基础的。马尔基尔做教授的时候，人人都认为教授们接受低工资是理所应当的。教授们谈钱是学界大忌，一般人都认为，如果马尔基尔没有教职和华尔街的顾问费，他也只能像其他教授一样，只能继承钱，和有钱人结婚，或者花掉更多的钱，但是绝不会赚大量的钱。

第三，马尔基尔遗憾地发现，美国人都缺乏储蓄的意识和行为，喜欢给这种行为找借口。在他看来凡是不可预期，没有规划的个人资金活动，都是投机行为。美国人中的大多数缺乏理智和耐性。数百万人面临着财富紧缺的威胁，他们中多数人的财富早在互联网泡沫的破灭中就化为乌有，仍对投机乐此不疲。可是不承认失败的人群，为了掩饰，所以才不断地加入非理性的活动中。

马尔基尔强调，美国人的失败，特别是金融危机后的窘迫，主要是因为财富被随意挥霍掉的坏习惯作祟——马尔基尔建议每年消费量最好不超过家庭总资产的4.5%。低调生活和节约开支的原则，凡事要求精打细算，制订预算并监控实施；改变大手大脚的花钱习惯，只购入确实需要和想要的东西；万事以节俭为上，舒适为度，而不是极力追逐奢侈与享受，这样才能为晚年准备好充足的资源和财富。

早年萨缪尔森开始研究华尔街的投资市场的时候，也看到了马尔基尔的书，对于这个年轻的校友的畅销书，他说：“当我的同事到了退休的年龄和我的儿子到了21岁时，我就送一本马尔基尔的书给他们。在我看来，介于他们这两个年龄段的每个人都应该买这本书看看。”

总之，把储蓄划为另类，是一个美国式失败投资的案例。不管美国人表面生活得多么光鲜，临死之前却有大批的债务留给下一代，这不是投资和积累财富，而是给下一代的失败埋下祸根。

第二节 银行可以为我们做什么

大约二十几年前，华盛顿互助银行还只是家名不见经传的地方银行。美国地方银行，多数是由一些纯粹性质的储蓄互助合作组织演变来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的。华盛顿互助银行的“互助”一词本身，就体现了这家的银行的“血统”。与中国不同的是，在美国只有这种带着“储蓄互助”名义的银行，才能经营存贷的货币业务，专门吸纳存款。他们依靠给储户高额利息，然后放贷，或者发行次级贷款来赚取利差。

2008年9月16日，美国第三大投资银行摩根大通最终同意支付19亿美元接手华盛顿互助银行。这标志着1889年成立的华盛顿互助银行，全美最大的储蓄银行和第七大金融服务公司寿终正寝。它成为美国有史以来倒闭的最大规模银行。总部位于西雅图的华盛顿互助银行自遭到政府查封以来，储户已从该行提走167亿美元。

摩根大通的收购可能是美国历史上最大的银行并购案。摩根大通收购华盛顿互助银行后，将拥有5400家分支机构和9000亿美元存款，将成为美国银行业最大的银行机构。华盛顿互助银行拥有2300家网点和1820亿美元的存款。

对于多数的普通储户来说，这笔最大规模的倒闭案，究竟怎么发生的，他们一无所知。直到倒闭前，储户们出于挤兑心理取走的钱，还不到这家银行存款的2%。人们普遍认为，华盛顿互助银行这家银行一直是一个“零散资金”的最佳存钱罐。就投资本身而言，这是家“好得不能再好的”人性存款机构。这个银行的客户代表，喜欢给储户们发送带有银行标志的芭比娃娃；喜欢给客户提供免费的支票服务和高透支的信用卡；喜欢直接提供名目繁多的储蓄投资项目，比如教育储蓄保险，免税的货币市场基金……

甚至，在次贷危机前，问一个打算存点儿钱的美国人，或者计划存钱的外国留学生，多半会优先选择这家华盛顿互助银行。在人们的眼里，华盛顿互助银行做的，是一个美国人最能想到的银行的本职工作：每个人从那都能拥有支票和普通信用卡。

在华尔街的投资大家们看来，这只是一种错位的感觉而已。大家相信银行能做的，根本上只是皮毛而已。真正的银行服务的妙处，还藏在人人熟视无睹的情形下。在哈佛，许多投资大师认为，银行是一个能让人们成为百万富翁的独特机构。定期存款则是这一切发生的重要工具，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而秘密在于利率本身。

“金钱很像种子，你可以吃掉种子，也可以种植种子。”第一个对美国的百万富翁生活和投资方式进行近距离研究的作家，托马斯·斯坦利教授写道。吃掉种子即为消费，它宜以满足基本生活需求为度，适中为上，才能有更多的种子用于种植（投资）。在托马斯看来，拼命节省的人不可能致富，过度消费，追求奢华，只能带来虚幻的符号化满足，并不能给个人带来更多的实质性收益。那些“多入多出”的人只能算作“低级财富积累者”，永远无法达到“多入少出”的“财富积累能手”的高度。银行最伟大的作用，就是发挥钱生钱的种子的作用。

华盛顿互助银行的前CEO基格林一语道破天机：注重每一个细节，节约每一份资源。这就是富人和银行能让我们变富的成功秘诀。能让这一切发生，种子不断长出果实的，正是利率的一种古老计算方式——复利。复利是长期投资获利的最大秘密。

巴菲特认为，长期持有具有竞争优势的企业的股票，将给价值投资者带来巨大的财富。其关键在于投资者未兑现的企业股票收益，通过复利产生了巨大的长期增值。但是股票是有一定的风险的，而且随着公司的消亡，总会在时间上发生断裂。这导致增值总是在有限范围内有效。更为重要的是，股价增长基础上的市场价格波动，并不是股票收益本身。真正具有生生不息的增值潜力的，这世界上只有一种，那就是存款的利息。

在人类历史上所有已经发明的投资工具中，只有定期存款，不会因为投资人或者经纪人的精神和市场上的信息发生波动。简单的复利公式计算，尽管只需要时间和本金、利率几个变量，却是最少受到干扰、最可靠的。也正因为如此，长达数千年里，从犹太富豪到普通的美国百万富翁们一直相信储蓄，只有储蓄和节俭本身才能带来财富。而银行这种金融机构，从诞生起一直经营的也是最简单的存款业务。银行悠久的存款历史本身也其实在证明，最好的投资往往就是最简单的定期存款，最基本的投资原理就是最简单的复利公式。

银行到底能为普通人做些什么呢？最简单，最可靠的答案是，只要能好好地利用好复利和存款本身的投资，就是一个人可以从银行得到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



最有价值的礼物。至于那些看上去人性化的推销手段，从甜美的客服代表的信用卡劝说，到寄给顾客的免费家用电器，在银行看来，都是引诱客户多存钱，而不是增加财富总量，提高投资绩效的手段。聪明的投资者，要多盯着银行的利率表，少关心那些奇怪的存款赠品。

第三节 储蓄真的是最保险的投资方式吗

“老龄化是一个和多个学科相关的现象，这要求我们用全新的工具来研究它，” Joseph · F · Coughlin 是老年研究中心的负责人，他说当人们考虑 Agnes 的时候，人们总是会筋疲力尽。从那这位教授的黄色的风镜往外面看，Coughlin 教授的领带显得很暗淡。“Agnes 是其中一个工具。”他说。

Coughlin 教授指出：“事实就是人们做不出老年人专用的产品，因为年轻人不会买。老人还是不会买。”而他意外地成功了，Coughlin 教授说，“那些零售商在把产品放上货架的时候他们根本不知道这些东西是为老年人设计的。”

美国的老龄化研究和人口学的统计都说明这样一个事实：当年美国 7600 万的婴儿潮在今年一月已经变成白发苍苍的老人了。他们比以前的任何一代都要对生活怀有更高的期望。

联合国预测，2050 年的 65 岁以上老年人可能会是现在的两倍，据估计 2050 年全球人口是 150 亿。也就是说，有史以来 65 岁以上的老年人数量将要超过 5 岁以下儿童的数量。这意味着许多人要延迟他们的退休时间——或者永远也不可能完全退休——这样才能得到可持续的收入，“老而不能养”已经成为可怕的现实。这个现实，也让经济学家和投资家们十分关注老人难题。

对于美国来说，这似乎是个更加严重的问题。美国 2010 年人口总量已达到 3.08 亿，是世界人口第三大国。20 世纪 40 年代，美国已经是人口老龄化社会，2010 年 65 岁以上老龄人口占总人口的 17.4%，是典型的老龄化社会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈佛大学有些以“家庭经济学”为名称的特殊投资课程，很有代表性。通常，教授们会建议学生们遵循古老的财富法则，比如将收入的百分之二十到三十作为储蓄，放到银行中。有些投资家宣称只有这样，才符合经典的“二八法则”。

不过，正如哈佛经济学家莫迪利安尼的“生命周期假说”所揭示的那样，一个人和家庭，总有生老病死，盛衰枯荣，储蓄也要按照这个规律进行。多储蓄主要是劝说年轻人尽可能最大限度地挤出一部分储备金，以免老无所养，这不是投资，而是忠告和预防措施。许多经济学家并不把七八十岁的老人数量的增加看作一种财富，而是若隐若现的预算危机。毕竟，治疗老年痴呆者在世界范围内每年的花费超过 6 万亿美元。

据英国《每日邮报》报道，全球最大社交网站 Facebook 的创始人、哈佛大学毕业生马克·扎克伯格的父母，他们并不甘于享受，而是继续从事着自己的事业。

据《福布斯》统计，扎克伯格的个人资产已达到 175 亿美元（约合 1100 亿元人民币）。虽然儿子已经身为亿万富翁，但是他的父母埃德和凯伦依然住在纽约多布斯费里的一所老房子里。而且两人也没有选择轻松的退休生活，而决定继续奋斗。

父亲埃德继续经营着自己在 1978 年创办的牙医诊所，母亲凯伦就在诊所办公室内做些管理工作。两人工作很忙碌，经常加班。

埃德和凯伦非常节俭，从不乱花钱，很少给家中添置新家具和电器。他们也教育自己的孩子们要节俭。

即使是亿万富翁的父母，也未尝不考虑养老难题。理智的人们依然不敢松懈，依旧坚持储蓄和节俭的原则。美国的老龄化问题，让生命周期投资的说法，不像是什么储蓄致富的福音，而是魔咒。考虑到成千上万的美国人的储蓄少得可怜，即使退一步相信美国社会保障体系的养老金是一种最安全的储蓄。问题是，曾经作为国家保险的项目，如今已经成为华尔街市场随行就市的一种投资品而已。

对于任何一个投资者来说，最无风险的资产首先是美国的国债，大量的保险公司持有的养老金相关的债券，相比前者的安全评级绝不可等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而观之。显然，从小布什总统允许养老金和储蓄性质的货币债券入市后，储蓄作为最安全、最保险投资的历史，已经一去不复返。

只要知道这样事实，你就会明白真相的黯淡。养老金是全球最大的资本，到现在规模几乎不变，这意味着回报可以忽略。随着退休人口的增加，养老金的破产指日可待。没有一个美国人会天真地相信，一个不是国债的投资品，没有国家信用担保的情况下具有最安全的未来。当希腊危机的坏消息此起彼伏，再问一个美国人，是否相信华尔街掌控的保险类储蓄的安全，多数人会报以无情的嘲笑。

对于身处旋涡，有过惊险经历的美国人来说，像美林银行这样的投资专家的"储蓄"相关的建议，不是安全，而是可能最不安全。

美国银行美林退休服务负责人安迪·赛格建议，对于持退休金的投资人来说，为了确保退休后的收入，一般选用的都是比较稳定，基本为三年期限的投资。这种说法，其实还有一个流行的称呼，就是短期投机。而市场上提供这种好项目的只有那些高风险、高回报的短期市场。众所周知，这种市场几乎都不在美国，具体情形要由离开美国千里之外的，老人们一无所知的发展中国家的代办处来办理，从投资成本看，除去咨询费和手续费，回报可想而知。

这些养老投资专家们吹嘘说，他们的储蓄投资如何的高明，比如从新兴市场储蓄类债券中不仅能获得预定收益，还能够获得货币升值带来的收益。此外，新兴国家未来的国内生产总值增长率至少在5.6%，而发达国家每年经济增长率仅有2%。许多全球公募基金的收益率在4%～5%之间。例如，一年期澳大利亚政府债券最近收益率高达4.68%，远高于美国债券0.28%的一年期票据收益率。不过，这些都是谎言。因为这些话都是广告。

资产管理总裁罗纳尔多·德斯科说，像Cablevision和Frontier Communication其实并没有达到投资的级别，不过因为他们有能力偿还债券，并且还能够提供不错的现金流，所以，高收益的企业债券也被列入到了投资者的考虑范围。如果投行不这么说的话，他们的生意就会立刻停止。

他们可以用短期现金流迷惑投资者，可是养老费非得有长期可靠的现金储备不可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



退一步，你回想一下，美国的次级债务和银行的储蓄资金的宣传广告何尝不是如此呢？在次贷危机爆发前的若干年，成千上万的人不是听从这类蛊惑，将养老金投向了次级债的无底洞吗？

正如那些最简单的经验证明的，把赌注押在储蓄甚至任何一款其他的投资品上，根本换不来最保险最安全的投资回报。这个世界不存在一劳永逸的安全投资法，哪怕投资的对象是储蓄产品。

第四节 为什么说储蓄是隐形的亏损冠军

美国《新闻周刊》报道，2011 年美国各个城市正在掀起一场规模浩大的偷井盖风潮。其中芝加哥一个月就丢了 200 个井盖，据说有 40 个是在一天之内丢失的。美国费城供水局下水道清洁部门负责人马丁·麦科尔说："我们过去每年都会丢一些，但没这么多。光昨天晚上费城北部地区就丢了 12 个井盖。"这简直就是重复若干年前的欧洲的井盖丢失现象。

按照新闻记者们的调查，废旧金属价格上涨，而中国、印度、韩国和其他发展中国家对回收金属的需求增大，导致铸铁井盖不断被小偷偷走。美国通常每个井盖的重量有 100 到 2000 磅（1 磅约为 0.45 千克）。2001 年，每吨废旧金属的价格为 77 美元。2004 年是每吨 300 美元，如今将近 500 美元。据美国警方分析，盗窃通常由 2 到 3 人完成，他们卖掉一个井盖只挣 10 到 20 美元。不过，这个价格对于低收入者也很有吸引力。

实际上，美国被盗的不只是井盖。小偷对所有可回收的金属都已经染指，如铝、铜和不锈钢等。随着需求增长，所有金属的价格都不断上涨。所有含有可回收金属的东西都有被盗的危险——从汽车的催化式排气净化系统到家里的铜管，甚至啤酒桶。美国啤酒行业估计，每年被盗的不锈钢啤酒桶的价值大约为 5000 万美元。

像井盖这样有形的耐用品，之所以被小偷们盯上，主要是因为具有增值的可能性。或者说具有潜在的价值——可以回收循环。你当然可以随便处置任何一美元纸币，绝不会改变它的价值。可一美元的投资价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只要放到银行家那里“回收”，必然产生新的变化，比如会带来几美分的利息。

这种回收并不是毫无条件的，假如井盖下是放射性物质，没有人胆敢挺身犯险。储蓄，碰到通胀的威胁，这一切都会自动打破。很多时候，看似不变的东西，其实会随着外部环境的变化而变化。现实生活中，可能没有多少人会愚钝到连猎物腐烂也察觉不到，但在投资中却有许多人对通胀失去了感觉和知觉。很多人习惯于储蓄，忽视投资理财，到最后却发现，通货膨胀已经渐渐地把自己的积蓄吞噬掉了。

哈佛大学出身的投资大师马尔基尔指出，21 世纪的前几十年很可能只发生轻微的通货膨胀或根本不发生，投资者也不应无视通货膨胀在未来某个时期加速发展的可能性。尽管 20 世纪 90 年代和 21 世纪初生产率加速提高，但历史告诉我们生产率日高的速度总是不平衡的。

在马尔基尔上大学的时候《纽约时报》的价格已经涨了 19 倍以上，巧克力棒涨了 15 倍。就算美国按照如今的 2%～3%的通胀率计算，马尔基尔预测到 2020 年买一份《纽约时报》要花费至少 2 美元。事实上，金融危机后《纽约时报》涨价的时间表加速了，2011 年，《纽约时报》决定未来几年完全取消纸质版，因为它的成本太高了。

这一切几乎完全是在悄无声息的环境下进行的。从 1962 年到 2002 年，美国经历过两次大的通货膨胀期，石油危机曾经引发两位数以上的通胀。还不到一代人的时间，美国的市场分析师们忘乎所以，他们经常武断地下结论说，通胀已经消失。在金融危机后，多数美国人甚至想不起来二十年前还发生过惨痛的物价上涨。而在 2007 年以前，投资者甚至仅凭银行许诺的高利息，就轻易判断有利可图。

让我们再看一下市场的事例，来自股市市盈率和银行账户存款折现回报率的历史证据表明，巴菲特 1964 年的个人资产是 400 万，到 1977 年，他的资产变成了 7000 万美元，增长了大约 15 倍。到 2004 年他的个人身家已经是 415 亿美元，比 1964 年增长了 10000 倍以上。同一时间，巴菲特将 400 万美元存到银行里，那么结果会是怎样呢?

考虑到美国直到 20 世纪 80 年代才给存款利息的话，即使不考虑利息税，最多也只能和指数基金的回报率比肩，这意味着最多的不会多于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1000万美元。那意味着，一个投资者，在漫长的几十年里，选择了错误的储蓄，其亏损的最大值可能就是上百亿的资金。按照银行的纯粹复利公式计算出来的利息，很可能成为投资的亏损噩梦。这一切到底是怎么发生的呢，不妨让我们看一个烧鹅的故事。

假设在我们的世界里，人们能够消费的烧鹅的产量是固定的每年两只，每只30元，两只都被A购买；房子的供给量是每年一套，价格是120元，每年都被B购买；股票则除了企业主持有的部分以外，每年都有一部分流通的股票被C购买。

当你有一天需要买两只烧鹅时，烧鹅的产量还是每年两只，都被A购买。现在你要买两只烧鹅，那么A也需要两只烧鹅，那么烧鹅的价格一定会提升，价格高到一定程度时，最可能的结果就是你和A分别用比较高的价格，比如涨10%的水平，各买一只。而你支付的成本，远比A原来购买时高得多。同理，你准备购买房子，B也仍然要买房子。B需要买房，但不是一定要买到，而你由于没有房子，所以一定要买到。那么最可能的是，在你和B对房子的竞争中，你以高10%的价格买到了房子，同时，B原来购买的房子全部增值。而C的股票由于烧鹅和房子价格的上涨，企业业绩得到提升，涨幅达到了20%。这就是这个世界通货膨胀的基本过程。显而易见的是，股票涨了，物价随之同样也涨了。但是物价涨得却名义上比股票要低些。

在现实投资中，储蓄和消费就相当于烧鹅和房子，人们在银行中存款获得了微薄的利息，但与此同时，其他人利用低成本贷款增值远远高于你获得的利息。在你进行消费的时候，你所承担的成本远远高于你的利息收入，也高于其他较早进行消费的人。同时，其他人的资产通过你的消费行为得到了进一步的升值。

毕竟，银行储蓄利率会永远低于银行贷款利率，是银行赖以生存的主要收入来源。而银行存款在利息方面的收入，理论上会落后于物价上涨的幅度。也就是说，本想通过银行储蓄来保证资产不受损失，却遭受了巨大的隐性亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节　如何存钱才能多赚利息

存钱对于多数美国人来说，似乎根本不是件事情。在哈佛，多数的学生也搞不清推销来的支票账户、信用卡和存钱有什么关系。有些商学院的学生发言说，他们根本不知道除去信用卡，还有更好的理财规划。

要想知道哈佛的投资派们的存钱手段有多贫乏，只要看一下美国运通支票的受欢迎程度就知道了。

美国运通在留学生心目中一直有着极佳的口碑，其旅行支票等金融服务更是获得了众多用户的青睐。“美国运通旅行支票大使”招募活动自2010年4月19日至2010年7月15日，通过海选、投票、答题、面试等环节，成为美国运通旅行支票大使，就会连续6个月，每月获得100美金的奖励，关注活动并进行投票的网友也将有机会通过抽奖获得100美元的大奖。

一位正在加州大学洛杉矶分校攻读经济学硕士的留学生表示：“每月有100美金的零花钱，可以补贴日常花销，而且能够成为美国运通的旅行支票大使，更是一件非常有意义的事情，对毕业后申请当地工作也会有很多好处，所以我和身边的朋友都参加了，因为有一些条件限定，所以参与的留学生总量不会很大，所以中奖概率还是很高的”。

这还是只是留学生人群，美国运通即使在美国受欢迎的程度也不低。原因很简单，美国人喜欢频繁的出入境旅游。在签证的同时，就能随时得到现金，这种花钱的便利，是人们抵制不了的。运通本来就是以快递现金邮单起家的。久而久之，凭着这种现金的优势，他们便占领了全球的市场，并影响了美国人的生活方式——美国人因为花钱太便利，存钱的必要性要比别国的人要低得多。

花钱太便利，存钱就会减少。这不仅是常识，也是投资学的学术理论成果。早在一百年前的哈佛大学，像阿尔文·费雪这样的老牌经济学家的交易观点，就已经被人接受。费雪的观点简单直观，钱就是我们交易买东西的工具，为了买东西，才在手中持有一定的现金。这部分现金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那时也可以看成“储蓄”。到了如今的投资大师那里，比如哈佛出身的马尔基尔那，在他看来，没办法避开利息税的存钱已经毫无意义。换言之，在现代，给储蓄下个定义的话，只有能获取利息收益超过利息税和手续费的存钱方式，才能算得上真正意义的储蓄。手里拿着的支票，还有活期的托管存款账户，根本谈不上你有储蓄。

现在，大部分的人都会认为会储蓄就等于多赚利息。问题是，按照这个说法，有几个人真正的会存钱，怎么才能多得到利息，已经成为一个十分复杂的投资问题。

大家都是个白领，职员，没有经验从事专业的投资业务的能力。倾向节俭发家的投资家，都会这么劝导你：不要轻易涉足各种复杂的股票和基金业务，即使涉足，也要委托给合适的人；除非你考虑好，自己要“吃得多，还是睡得香”，为了高收益，每天心惊肉跳不是个好选择。所以，依旧老土地去银行存钱吧！

哈佛的商学院课程多数时候不涉及存钱教育。这也不是商学院的老师会告诉人们的。真正的存钱的高利息的手段，不在课堂，反而在那些形形色色的银行营销单上。

中国人热爱储蓄的名声世界知名，中国的一条关于如何最佳的获取利息回报的帖子写道：假设从 2012 年 1 月 1 日起每天选择定存 50 元，从 2013 年 1 月 1 日起，每天就能获得 1.75 元利息；可是如果这笔钱放在活期账户内，至 2012 年 12 月 31 日累积到 1.8 万元时再存成定期，则要到 2013 年 12 月 31 日才能获利。到期时，虽然累计生息同为 630 元，但前者每天都有定存到期，可选择续存或支取，灵活性要强得多。比如，存款人在 2013 年 6 月 30 日需提前支取 1.8 万元，前者仍可获取 6 个月的定期利息 315 元，而后者仅能得到半年的活期利息 45 元。

定期存款是所有银行储蓄产品中利息最高的，一般将一笔资金拆分为若干份并按差异期限存入银行，就会得到不同利息回报。这样做既对资金有所限制，并且银行定期存款最短期限为三个月，利息也不算高。您不妨将这笔资金存进一张存单。多家银行都推出了按期储备存款的部分提取业务，有资金使用需求，到银行提前支取其中一部分就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



固然提前支取的部分利息凭据活期储备存款利率计算，但是未支取部分则仍会按原存期、原利率付出利息。

在美国，你可能还要注意提供这些产品的银行是不是属于存款保险计划的银行，否则有受损的可能性。

在一些网上银行，提供更加多样化的储蓄存款形式，从通知存款到零存整取结合使用。

在存款方面，存款银行也实现了智能化服务，例如存款保险制度，让他们合理避开税收管制，兼营一些利息很高的存款性质的业务。储蓄银行调解整存整取存款利率时，银行系统会凭据既定的公式计算出转存，是否划算的临界点天数，再与客户的已存按期存款实际天数进行比较，判断出是否应该转存，还可通过自动转存免去储户东奔西跑办理转存手续的麻烦。这种方式比较人性化，对于一些不善于存钱的人们，这是个好方法。

529 教育储蓄计划是美国通用的一种银行教育储备产品。许多中国银行也都创办了教育储备储蓄，存期主要分为一年、三年、六年三个档次，一个户名能存 2 万元，最多可以享受 3 次免税政策，高中（中专）享受一次，大专和大学本科享受一次，硕士和博士研究生享受一次，这样一来，就会比普通同档次按期储备存款多收入 5%的利息收益。

高等教育的花费对于一般的美国家庭也是难以承受的，中产家庭的祖父母通常是这种教育储蓄项目的忠实拥趸。这个产品最理想的一点是，在教育的名义下，它是免税的，而且可以享受较高的利息。这种存款对于不同年龄段的人，特别是有志于家庭投资的人士来说，可谓保险和储蓄一举两得，是个十分好的选择。在投资市场的数万种产品中，具体到储蓄，不管怎么说，现在看起来，教育储蓄是唯一的能够给个人和家庭带来额外收益的项目。

第六节　银行理财产品真的是保本的吗

问一个投资者，你是否在任何时刻都信任银行的理财产品，多数人会毫不犹豫地回答“是”。有些人相信银行的理财产品即使不会有高收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



益，还是能保本不亏的。许多人愿意到专业的投资公司寻找专业的人员打理自己的投资，不到万不得已，才会寻找银行。银行的理财产品是亏损和赚钱的临界线，换言之选择银行产品就等于维持最低限度的保本的投资期望。

像麦道夫这样的骗子，能够一步步爬上华尔街的高台，做到纳斯达克的主席，成为乡村俱乐部的红人，主要是积极的赚钱心理给了骗子们的机会。有些投资家早在若干年前就质疑麦道夫的投资公司从不亏损和高利润许诺的荒诞，不过没有几个人相信。不选麦道夫，难道要选表面保本、实际亏损的银行存款吗？

多数人凭理智想到麦道夫可能是搞“庞氏骗局”，也不会怀疑银行理财产品也有“庞氏骗局”。这并不是空穴来风，而是实有先例。

当游戏玩家罗伯茨在虚拟世界的网络游戏“第二人生”中的不同场所转悠的时候，她看见了一些虚拟的名为“银行”的机器。这些机器向经过的各路玩家打出了高利率的广告，招揽他们到一个叫 Ginko 的网址开户。她说：“在‘第二人生’中，你需要用钱来买地、买一些与他人共同建设时所需用的各种东西。我想：‘有这么高的利率，可以在里面存一些钱，需要时再取出来，可让我在在线世界买些东西。’”点击了几下鼠标后，她就成了储户。她希望钱越来越多，后来，她的账户上竟有了 3.9 万个林登币，价值 144 美元。由于玩家们可以用现金换林登币，这个交易也具有现实性。

Ginko 是名为波托加罗的玩家开的，真实身份不详。他说服了好几百人把他们的林登币存在 Ginko 里，但后来令人莫名其妙的是，这家“银行”不见了。2007 年 7 月，Ginko 开始限制取钱，储户们就围着这些机器，试图找回他们的钱。然后，Ginko 宣布存款要以“Ginko 永久债券”支付，而不是林登币。糟糕的是到了 10 月份债券就一文不值了。据美国爱达荷州律师杜兰斯克调查，这种诈骗总共带来的损失达到了约 70 万美元。

这是电子商务历史上第一次虚拟银行诈骗，也是如今银行理财产品损失最大的敌人。当然银行现在都试图劝说使用者，这是技术问题，完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全可以通过技术手段防止欺骗的继续。但问题真的是如此吗？

虚拟银行之所以可以无声无息地诈骗，并不是什么完全的技术产品，而是银行的理财产品的天然缺陷的结果。

多数情况下，上到哈佛大学的商学院的教授和美联储，下至哈佛的学生投资报和一般存款银行，他们很少涉及在那些银行投资产品中存在某种不为人知的风险。其中最主要的是银行产品中的托管费和罚息、税收制度。

不管是马尔基尔，还是学生的投资者报，他们一般不会关心具体的某个银行账户的产品的各种限制条件。比如在最近的一些经营过程中，渣打银行在中国深圳的一单业务里，便明显地显示了这种风险。2012 年 3 月 16 日，深圳徐先生指责渣打银行业务员严重误导消费者，在贷款利息外还收账户管理费，甚至在贷款合同中还暗藏合同陷阱，徐先生帮渣打银行业务员完成贷款 10 万的任务，13 个月后发现账户扣费竟达 7.15 万元（每个月平均 5500 元），还欠银行 5.8622 万本金。10 万元的贷款一年之后变成了 13.0122 万，加上利息和管理费两年预计费用接近 15 万。

银行产品在托管费和利息上做文章，这是多数投资家都讳莫如深的问题。翻遍那些畅销书，你也很难看到关于银行理财产品这些不为人知的内幕。这正是银行产品保本理念背后的最大隐患。

银行产品的这些理财软肋，首要的是源于银行的赢利方式。银行产品，本质上都是赚取存贷款的利差。特别是那些给予利息或者收取利息的产品，从理论上说，就是典型的利差产品。按照哈佛经济学家们提出的套利规则的原理，证券投资一定会在利差消失后停止价格波动。这意味着买卖双方的交易将全部停止。可对于银行的理财产品来说，这个原则等于宣告银行头寸的消失。银行家左手获得的钱声明 5%的利率。而右手放出的也是 5%的利率。银行家除去做“庞氏骗局”外再没有第二种活法。这就是说，银行家最低的限度的产品原则也就是稍高于“庞氏骗局”。

可是任何人都可以想象一下，既然庞齐和麦道夫可以光明正大地行骗数十年，那么银行的理财产品，即使在人们想象中的保本范围下，只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要不发生挤兑仍然可以体面地活下去。

其次，美国和许多国家的中央银行制度，往往有保证银行体系稳定的职能，在上面的情况下，有一个保险计划，彻底防止挤兑，结果更加可想而知。这种情况下，提供各种高息的银行理财产品的再保险银行，许多经济学家称为“僵尸银行”。僵尸银行最大的武器，不是别的，就是它们处心积虑制造出来的各种保本理财产品。一边通过高息吸收存款，另一边无理由、无下限的发放贷款。这也是为什么在金融危机的时刻，倒掉的银行，并不是专门从事投资产品业务的银行，而是美国最大的存款储蓄银行。

最后，自从我们的金融市场出现以来，投资的产品变化都不大会偏离银行和银行产品。在没有今天的银行产品以前，银行的理财产品曾经有极端的风险。比如第一个制造密西西比河泡沫的约翰·劳，曾经是法国波旁王室的理财托管人，他建立的法国中央银行，就是在银行的名义下干着这种“理财”的骗人勾当，最后仓皇逃离法国。

历史的教训也许是最深刻的，人们不能凭借想象，相信银行的理财产品的保本安全。这是一场赌博。尽管现在的银行产品总是信誓旦旦的提保本，不过，从金融发展的逻辑说，银行的理财产品不管怎么变化，银行的存款才是最根本的，也是一切理财产品的标的和原始价值产品，理财产品是流不是源。舍本逐末，相信理财产品可以保本，这相当于相信流水是河源的保证，这根本背离投资的基本规则。

第七节 如何挑选理财产品

巴菲特说：“只有等到潮退的时候，你才能够看到谁在裸泳。”这确实是至理名言，投资选择的结果总是在事后才能体现出来。不管你投资前想象的如何好，或者银行的销售经理说得如何天花乱坠，最终的收益率才是试金石。不过怎么找到收益率最高的理财产品许多情况下却是个困难的问题。

如今美国投资者越发注重资产保值，因此，尽管近期美股不断冲高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业内人士纷纷看多股市，投资者却仍是谨小慎微，他们关注的重点并非该买哪只股，而是能否赚得利润或所赚利润是否能赶上标准普尔500指数20%的上涨幅度。

《巴伦周刊》根据相关调查指出，美国仅有43.6%的投资顾问表示将在2012年为客户加仓，远低于2011年初63.4%的比例。投资顾问们对股市前景看淡主要是因为：欧债危机一直未能妥善解决，未来不确定性大大增加，中国经济存在硬着陆的潜在风险，而美国又开始紧缩财政预算。在不确定的预期下，避股保本便成为投资主流，像国债这种传统的无风险投资产品的收益率便在近期创下数十年来的新高。

就此而言，美国财经主流分析认为，2012年股市仍将是震荡市、政策市。美洲银行还预测标普500指数最高将达1325～1350点，大银行建议投资者多投资于多元化、多策略的对冲基金，以减少对现金的过度依赖。

对于多数美国人来说，理财产品的价值，特别是金融危机中银行经理的产品，看起来更加具有吸引力。理财产品，这种形式本身不是直接的投资品，也就是并非传统意义的银行券、票据，公司债、国债、股票、黄金、房地产等投资产品，而是在前者的基础上衍生出来的产品。制造这些衍生品的原创发明家，比如斯坦福大学的夏普和哈佛的托宾教授，最初的本意是用这些衍生产品的灵活性来增加收益，降低总的投资的资金风险。有的时候，银行可能在各个方面竭力推销自己的产品的优越性，甚至不惜用各种小礼物作为条件，招徕客户。这种情况下，找到好的理财产品，对于投资者来说，抵制诱惑，准确判断，更是难上加难。

简单地看，理财产品的“理财”含义是，保值或者接近于被视作无风险资产的国债和存款。因此，挑选好的理财产品，最先的一条应当是综合风险接近国债等无风险资产。不要盲目地迷信银行宣传的高收益。另外还有一个原则可以供大家参考：在决定购买某一种理财产品之前，先问问自己，能不能承受同样比例的亏损，不能承受，那最好的办法就是远离这款产品。

曾经喧闹一时的渣打银行理财诈骗案，是对于风险承受和收益缺乏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了解的特例。保密协定，本身就是一份对赌的协议。这并不是理财银行和顾客之间简单的委托合同，而是产品本身的合约内容。不能分辨风险和产品的关系、大小内容，理财产品，就基本上谈不上保值增值，说是赌博倒是差不多。损失三分之二还算保守，极端的案例，如英国银行的崩溃，让成千上万投资者竹篮打水一场空，更造成世纪金融危机。

理财产品的初衷，本来是为非专业的投资者提供专业定向投资管理的。其形式类似于，专业的代客户理财，只不过专业理财的主体是银行而已。选择理财产品的很大一部分的原因是银行具有规模和专业的双重优势。

但面对各家银行眼花缭乱的理财产品、不断上升的预期收益、产品说明书中生硬的专业术语，投资者又该如何选择理财产品呢？下面就是一些简单的选择理财产品的基本原则。

首先，要会看收益率指标。预期收益率和最终收益率是两回事。不要混淆。银行理财产品的预期收益率本身只是一个公式的估算值，不是最终收益率。它类似于收益的前景广告。既然是广告，自然有其理想的条件。开玩笑地说，这就像无菌实验室里种子的前景一样。银行理财产品种类繁多、投资方向迥异，比如国债和一些对赌保证金协议的风险可能相差百倍之上，选择风险在自己承受范围内的，尽量不要购买设计复杂、风险判断不准确的理财产品。

其次，产品结构和赎回条款要判断。银行理财产品，既然是衍生品，和其原始产品的关系需要特别把握。要知根知底，投资者需要了解产品的挂钩标的。理财产品中有些是不允许提前赎回的，有些虽然能够提前赎回，但只能在特定时间赎回，且需要支付赎回费用。忽略这些条件，可能就会被条款算计。

再次，时间或者成熟期。银行理财产品的期限有长有短，比如短期国债基金可能是在市场高位发行的，债市出现下行，产品的收益将被“腰斩”，这类理财产品出现亏损，要想在短期实现“翻本”难度较大；长期、设计结构又比较好的理财产品，即使出现亏损，数年内市场利好，扭亏为盈。也就是说，懂得在时间上把握风险，这也是理财产品投资的必修课之一。即使是人们看起来很保值的通知存款，在某一天，比如存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



款的利息发生调整的时间，短期内产生的利息损失也是惊人的。

最后，投资方向。理论上说，资金投入方向与理财产品收益率是高度相关的。投资市场之所以界限分明，最主要的是因为收益率存在差别。不管怎么说，股票和债券的收益率总是不太相同的。哈佛资产管理公司最初的投资方向仅仅限于货币市场，后来则是股票、再后来则变成什么都有的混合型投资方式。主要原因是不同的市场，收益率存在差别，分配资金在各个地方，可以避免收益的真空带。当然银行并非专业的资产管理机构，许多银行理财产品是由银行聘请的投资顾问负责管理，其投资研究能力的高低在很大程度上决定了产品的收益和风险控制能力。也间接决定了客户购买的理财产品的收益率。一个资金雄厚的银行选择一个蹩脚的投资顾问，那么亏损也许只是一眨眼的时间。

第八节　为什么说信用卡是银行设下的最大的陷阱

法国总统奥朗德于2012年3月15日申报了个人财产，根据他的公开财产申报表，他在法国南部蓝色海岸附近的一栋价值80万欧元的住房，在戛纳与亲属共同拥有价值37万欧元的两套公寓。奥朗德的父亲和兄弟在戛纳的两套公寓居住。

同前任萨克奇相比，奥朗德个人账户的存款不多，3个银行账户的余额分别为4960.73欧元、508.2欧元和2790.65欧元。另外，他的一份人寿保险单保额仅为3550欧元，家具价值1.5万欧元。

奥朗德没有股票和其他贵重珠宝，名下也没有任何车辆登记。奥朗德骑摩托车上下班，竞选总统时自称“普通人”。2000年奥朗德曾有5笔借贷，截至2012年3月15日他还需偿还约25.5万欧元的债务。

法国总统的存款只有不到一万美元，对于东方国家，比如日本和中国来说，这听上去是不可思议的。不过相对于法国国内的普通人来说，显然奥朗德并不够普通——居然还有个人存款——这是富人才有的习惯。热情奔放喜欢政治的法国人，毫不犹豫地指责奥朗德还不够穷，毕竟他有房有存款，还没有资不抵债。许多美国人也会同意相同的说法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因为一些美国人无房无存款，唯一拥有的是各种各样的信用卡。

据统计，美国人的钱包里，躺着大约6.9亿张信用卡，平均而言一个美国人会有三张信用卡。这种不起眼的小卡片据说是餐车俱乐部发行的，发明者是餐车俱乐部的创始人——弗兰克·麦克纳马拉。原本就是一种付款饭卡而已。从1958年，美国运通公司发行了真正的信用卡（Amex）——运通卡开始。到20世纪70年代中期，短短二十年，信用卡从便捷的饭卡和旅游支票卡，变成了美国人的生活中的必可不少的塑料片，其直接作用等同于身份证。有些中国留学生，手中没有一张运通卡，就像自己从来没有留学一样感觉有失身份。

累积飞行时间赠送免费机票，赠礼券，或反馈现金（根据年消费额，每年最高有百分之一的现金反馈）等手段，来吸引新用户。然而，相形于高额的罚款利息，这些奖励简直微不足道。信用卡商通过邮寄大量的宣传广告给大学生，甚至在大学门口摆摊位，从还未踏上社会的年轻人入手。只要一上钩，这些少不更事的年轻人，少则十年二十年，多则一辈子都将在陷阱里打滚，无法脱身。

信用卡上的信贷额，诱使年轻人忽视了一个字——“贷”，误以为不超越那条信贷线，只要想，就可以随意使用。有时无视自己的还贷能力，为了向家人和朋友证明，自己的财务状况有多好，哪怕银行没有存款，也要“一买”为快。即使背上债务，也在所不惜。

可信贷消费在美国已成形，信贷消费额在2009年达到1万7千亿；美国人花费在信用卡上的财务费用大约500亿美元，人均欠债8562美元；近一半的信用卡持有人每个月只付最低额。

有鉴于此，美国国会开始规范信用卡行业，禁止信用卡商通过大量邮寄的方式，向不需使用信用卡的人进行推销。但1996年，美国最高法院在斯迈利与花旗银行的案例中，解除了限制信用卡公司罚款上限的禁令。这个禁令一解，信用卡公司不仅罚款可以无上限，而且还可以向持卡人收取高利率。

发卡金融机构往往诱惑人们将其他机构的信用卡上的余额转移过来，答应在一定时间期限内（通常3～6个月），给予相对较低的利率。但事实上，这个期限一旦过去，发卡机构便有权任意调升利率。持卡人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做了这样的调整之后，几个月之后发现利率大幅跳升，为时已晚。这样对于金融机构来说，收入大幅提高，而持卡者则渐渐陷入困境。

北美信用卡的合同，存在“普遍默认”的特性的问题。只要持卡人在一张卡上拖延付款一次，这个人的其他信用卡将受其牵连，尽管按时付款，利率可以任意被提高，就算以往一直是“模范”持卡人，那一笔滚雪球般日益累计的欠款，会将你溺毙在债务中，无法抽身。而事实上，“普遍默认”的特性，是受到联邦监管机构的鼓励与支持的，这一方法被作为监控持卡人财务风险的管理手段。

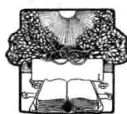
其次，是尾随利息，就是不管持卡者支付过多少比例的还款，发卡银行将针对全部欠款收取利息。举例来说，假如持卡人欠款 2 千美元，已经还款 1 千美元，利息将依然根据 2 千美元来计算，而不是 1 千美元。

在金融危机中，由于失业率显著上升，消费者无力偿还信用卡欠款的比例也日益升高。2008 年，信用卡违约额高达 410 亿美元，2009 年的违约额，上升至千亿美元。越来越多的人在寻找专业公司，帮助他们清理债务。大量的信用违约，最终受伤害的是持卡人，尤其是那些毫无节制的“卡奴”。

毕竟，最后银行和信用卡公司恢复赢利的手段就是——上调利率。羊毛出在羊身上，发卡机构的损失由持卡人来承担。一项调查发现，在出现信贷危机后，37%的信用卡公司纷纷全面上调利率，信用记录相对较好的消费者，也被殃及。这一手段，迫使一部分家庭和个人走向了破产的边缘。

那么你还敢使用信用卡吗？尤其是毫无节制使用多张。信用卡可以适当缓解一下当前的债务之需，可偶尔解困；但能不用尽量不用，确保自己的财务自由，至少不为每天还贷忧虑担心，因为一旦违约你欠的可是“信用”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章
股票是财富天使还是金钱魔鬼

第一节　为什么说股票市场是精英的领地

“股票是一个风险教育场所。”这句流传很广的哈佛名言，并不是说给普通人听的。这句话是给哈佛的未来精英们说的。在 1932 年，熊彼特在股市中赔得身无分文后，内心大概不相信股市中心脏功能差的人会有出息。他对后来大名鼎鼎的投资家，自己的学生约翰·伯尔·威廉姆斯说：“没有一个人愿意挑战投资本身的想法。”冒风险成了熊彼特“企业家”的标准配置。风险对于银行家和市场投资家来说，都成了需要小心翼翼、谨慎对待的话题。

直到 20 世纪 70 年代，说起股市的风险，商界精英和学界精英谁都不太敢谈论，甚至那些已经在股市上摸爬滚打，闯出一番事业的精英们对此也没什么好说的。

1919 年 4 月，华尔街的第一代股神本杰明·格雷厄姆在 Savold 轮胎公司上市的第一天大赚了 250%。同年 10 月，该公司爆出欺诈丑闻，其股票变得一文不值。格雷厄姆的早期收益记录如今已经散失，据估计，这只股票的投资应该是失败的。

1929～1932 年大萧条期间，格雷厄姆的亏损接近 70%。但 1936 年起直至 1956 年退休为止，他的格雷厄姆·纽曼公司的年收益率不低于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



14.7%，高于同期股票市场12.2%的整体收益率——这一成绩可以跻身于华尔街有史以来最佳的长期收益率之列。

格雷厄姆说："很奇怪，我能对各种重大事件做出正确预测，却不能预感到自己账户的资金将要面临一系列危机。"

精英们的卷子成绩不好看，普通人的答卷更是惨不忍睹。据统计，除了一个叫巴鲁克的投资家在1929～1932年的华尔街灾难中全身而退外，被股市风险"屠杀"而成为过眼烟云的富豪已经接近大屠杀的规模。回顾历史，股市里能留下长青基业的几乎个个都是精英。当然不客气地说，这就是矮子中拔高个——但，这就是股市精英化的最好的历史进化证据。这就像是生存竞争一样，适者生存，优胜劣汰。你认为华尔街是个教育场所，那么必修课肯定是风险的灾难。这种灾难课可不是普通人的心脏可以消受得了的。

股票获利机会较多，但也是最难以捕捉、风险很大的理财手段。股票的涨落往往惊心动魄，常常会伴随着家破人亡的事件发生，这没有任何夸张，而是股市的真实风险的后果。

顶级大师詹姆斯·奥肖内西说："投资虽然不一定要以标准普尔500指数作为参考标准，但需要明确直觉思维投资法和机械投资程序之间的相同之处。"在过去的五至十年中，大盘股是最好的。然而再往前46年的数据却显示，资本总数还不足2500万的公司发行的小盘股，着实让投资者们大赚了一把。这种历史差距带来一个不可避免的状况，股市必然是能让一部分人一夜暴富，也可以把一些人推入万劫不复的深渊。也就是说，到最后必然是精英们的领地。

问题是既然这是个屠场，为什么有的时候，普通投资者也可以咸鱼翻身，甚至一夜暴富呢？为什么大家没有因为老是投资失败，退出这个投资精英的大本营呢？在1929年经济繁荣的顶峰，华尔街宣称有400万或500万美国人参与股票市场。1970年夏天，纽约股票交易所骄傲地公布了一项调查，其结果表明美国当时有超过3000万股民。

《了不起的盖茨比》是"美国二十世纪最杰出的作家"之一F.司各特·菲茨杰拉德的代表作，在好莱坞电影史上有过五个版本。故事发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在第一次世界大战之后的美国，感叹“美国梦”的覆灭，大亨杰伊·盖茨比的发家与没落及其个人感情经历构成了故事的主体。

爵士时代是美国梦的狂飙年代，但在多数股市投资者们看来，了不起的盖茨比绝非虚构，而是美国股市造富时代结束的一个象征。约翰·布鲁克斯这个第一个给华尔街的投资史著书立说的人这样写道：

“吉尔伯特不能算是金融家。他的投机方式和最后的犯罪，导致新的防范性法律或证券交易委员会法规的出台。除了盲目相信他的亲戚朋友之外，也没有投资者受到伤害。”

作为一个社会人物，吉尔伯特的生涯反映了20世纪60年代初美国金融生活的面貌。不论是“垮掉的一代”还是生于“镀金时代”的美国人，不论漂亮的还是丑陋的，都随着大萧条和“二战”成为过去。但吉尔伯特不知道这些。由于生得太晚，他在不自知的情况下开始用华丽的方式进行自我毁灭。

然而，作家毕竟是作家，他只是从感情和表面做出判断。对于精英何以控制华尔街和股市，他的答案可靠性不强。特别是他无法解释，在精英明显占绝对优势的华尔街股市，他们究竟是用什么手段做到：一边淘汰大批的非精英进入股市碰运气，另一边那些偶然跃入精英的穷人的机会也是存在的，而且某种程度上让股民大量入市。

直到1997年，哈佛大学教授施莱弗和威士纳依才找出了病因。他们的研究指出，一定程度的股权集中是降低股东与管理者之间代理成本的有效途径，但股权集中又导致大股东与小股东之间出现严重的代理问题。大股东在能够对公司实施有效控制的情况下，常常为追求自身利益最大化而转移公司资源，损害公司价值，从而对小股东的利益构成侵害。大股东通过隐蔽的渠道侵吞公司资源的行为被称为“隧道行为”。对大股东与小股东代理问题的深入研究发现，大股东也并不只是单向攫取公司利益，为了获得长期收益，在必要的时候，如为了保持公司不被摘牌、为获得股权融资资格等，他们也会向公司输送资源以维持公司的业绩，这种反向的利益输送被称为“支撑行为”。

“支撑行为”这一概念，最早由弗里德曼等提出，他们认为，控制性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股东不仅会实施隧道行为侵占公司利益，同时还可能在公司处于财务困境时，利用私人资源对公司提供支持，从而使小股东受惠。当然，支撑行为的出现更多的是由于控制性股东希望公司继续生存以保留未来实施隧道行为的机会。Riyanto 和 Toolsema（2004 年）也认为，正是由于存在控制性股东的支撑行为，为小股东的投资提供了激励，才使得通常存在隧道行为的金字塔式的所有权结构能够吸引到小股东的投资。

像道·琼斯公司的企业家族，实际上他们在不同时期都在采取上述两种行为，这也是为什么这类家族长盛不衰的原因之一。班克罗夫特家族好几次都利用绝对优先的股权尝试支撑和隧道行为。毕竟，精英们的血液里不完全是屠场的成分，这让他们经常地在托市和压市间逐渐取得平衡。这样的结果是，华尔街总会有股市，而股市的大头一定是少部分精英的领地。这一点，正像那个传统的美国精英社会的结构一样，少部分人高高在上，稳定而持续地让大众在保留美国梦的同时接受统治。

第二节　看盘真的能窥视股市风云吗

如果道·琼斯本人和后来的华尔街技术分析师们有计算机，估计根本不会有道·琼斯公司，也不大会有道氏理论。之所以这么说，最主要的原因是：对成千上万的投资者来说，道·琼斯的股市指数在投资者心中有神圣的地位。遗憾的是道·琼斯公司并不依靠投资赚钱。技术分析师们不是靠投资生活，而是靠出卖报告。

这里面显而易见的悖论是，既然道·琼斯公司和分析师们宣称他们的大盘分析报告——包括各种图表，从简单的 K 线和蜡烛图分析术，到艾略特波浪图，从道·琼斯当日的股市指数到 4000 种以上其他的投资指数指标是有效的，那么为什么如此有效的报告和指数，却让他们自身陷入股市投资失败的阴影呢？尤其是道·琼斯公司旗下拥有《华尔街日报》《巴伦周刊》等重要媒体。如今的道·琼斯公司不但和查尔斯·道没有什么关系，甚至和班克罗夫特家族也没有关系。最为诡异的是，这个靠预测股市，报道股市走势的公司，2007 年正好被当年他们看不上的小角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



色，现在的传媒大亨默多克的新闻集团收购。

美国新墨西哥州卡里索索镇只有一个交通信号灯，完全是一个与世无争的乡下小地方。在小镇的四风汽车餐厅里，人们可以尝到警长递过来的辣酱。但小镇法院里，却有详细讲述班克罗夫特家族发展动向的12本厚重的文件夹，这些文件曾经鲁伯特·默多克竞购道·琼斯公司的关键。

1948年杰奎琳·斯潘塞·摩根嫁给小休·班克罗夫特，小休·班克罗夫特是克拉伦斯·巴伦的外孙，巴伦于1902年买下了道·琼斯，因为这样的关系，道·琼斯公司一直是班克罗夫特家族的私产。夫妻俩在这座小镇中心以及林肯县的荒芜土地投入了几百万美元，从此在这个小地方生活了近50年。社区中心的游泳池、高尔夫球场、斯潘塞剧院的建设，都有一部分来自道·琼斯公司稳定的红利捐赠。法庭文件详细记述了杰奎琳、斯潘塞、摩根每年是怎样为其信托机构——它持有价值约5000万美元的道·琼斯股票——收取近400万美元红利的。

道·琼斯自己的股票这么多年来其收益率和红利，甚至是现金业绩表现一直不尽如人意。甚至最极端的情况是，1928年巴伦去世的时候，道·琼斯公司也陷入了无穷的黑暗中。此后在华尔街的风暴中不得不进行革命。该公司一直没有恢复元气，20世纪70年代后才开始重新扩张。

一个在股市中失败的公司制作的股票大盘报告，怎么可能让看盘本身具有可信性?

不过，这么说可能过于单薄，真正对于看盘本身价值的否定，还是来源于股市本身和投资家们的理论和实践检验。

首先从股市本身看，不管多复杂的看盘手段和技术，都是源于查尔斯·道的道·琼斯指数和其道氏理论。从技术上说，指数表示法和股市的走向本身并没有逻辑和历史的联系。道·琼斯指数本身并没有什么神奇之处，查尔斯·道本人不过是个小学没有毕业的农场主而已，他所知道的数学知识仅限于算术平均数指标。

这种指标的问题是，高估某个参数，比如价格，就会高估那些高价股的作用。而且这种指标本身的意义只是反映一种平均趋势，作为股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的历史描述来说还算差强人意。就像每个人手里的老账本一样，大致可以凭此判定你是穷人还是富人，但你要是拿自家祖父辈的账本记录来确定自己现在的开销水平，不是饿死就会疯狂。

下面是道·琼斯的涨跌历史情况：

1974年12月6日，跌至577.60点，为近12年以来的最低点和30年代熊市以来的最差业绩。

1987年1月8日，首次突破2000点，以2002.25点结束交易。

1987年10月19日，暴跌508点，日跌幅达到创纪录的22.6%，以1738.74点报收，该日被人们称为“黑色星期一”。

1991年4月7日，首次升上3000点，收于3004.46点。

1995年2月23日，首次突破4000点，收于4003.33点。

1995年11月21日，首次突破5000点，收于5023.55点。

1996年10月14日，首次突破6000点，收于6010.00点。

1997年2月23日，首次升上7000点，收于7022.44点。在89个交易日即上升1000点，创该指数千点跃升最快纪录。

1997年7月16日，首次升上8000点，收于8038.89点。

1997年10月27日，狂泻554.26点，日跌幅达7.2%，以7161.15点收盘，日跌点数创历史之最；并且，首次启用股市停盘的规定，由于跌幅过大，当天两度停盘并提前收市。

1997年10月28日，猛升337.17点，创日升点数最高纪录。

1998年4月6日，首次突破9000点大关，以9033.23点报收。

1998年8月31日，剧跌512.61点，突破8000点。

1999年3月16日，盘中曾首次突破10000点大关，但闯关后以9930.47点收盘。

1999年3月29日，首次以5位数收盘，报收于10006.78点。

2007年4月26日，报收于13000点。

2007年10月11日，见至今历史高点14198点。

2008年10月6日，受金融危机影响跌破10000点，收于9962点。

1987年黑色星期五，按照历史判断，应该是华尔街的最大危机了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现在的投资家确信1987年的危机远远逊于1929年。按照过去的研判，这是个错误的做法。即使按照道氏理论的说法，在这个时候慎言慎行，你很可能在接下来的二十年找不到股市投资的黄金期。

道氏理论本身而言，这个理论严格意义上不能称为理论。道在世的时候只有关于投资的只言片语。道本身的理论的可信度可想而知。一个靠拼凑起来的理论，实际执行能力终究有限。

其次，投资家们，特别是对于投资理论进行了规范的哈佛投资大师们，他们从实际和理论否定了看盘和股市未来走势的关系。学院派的大师们，从萨缪尔森到现今的莫顿米勒，都不相信看盘。学院派精英投资家指出，看盘技术本身只是在对股票已经发生的价格趋势进行描述而已。一个投资者在这种情况下，要么只能望洋兴叹，在过去的好投资机会中慨叹机会流失。要么根本不知道预期投资收益率是多少，说到底，一个父亲怎么能在孩子未出生前判定其寿命长短呢?

1956年哈利·罗伯茨对道氏理论的图形产生过程进行了模拟检验，哈利·罗伯茨用扔硬币的方式随机产生了图表师们发明的“头尖角”图形。更进一步的验证发现，道氏理论的所有形态都可以在这种纯粹的随机图表中发现。这就是说道氏理论的特征并不特别。当然分析师们还是谨慎地相信自己的图表和道氏理论的价值，你不能妨碍别人也喜欢星座学，这毕竟是一种股市文化。

最后，按照一些随机漫步投资理论的解释，即使以道·琼斯的类似手段统计股市投资的盈亏，得到的也只是随机性的，类似扔硬币的机会均等的分布规律。这等于彻底断绝了寻求看盘技术得到什么保赚不赔的股市操作秘诀的想法。

第三节 “快动股”还是“慢动股”

提到美国近来的成长股，首先要提到的是MediFast。这家传统上健康减肥计划的供应者，曾经创造10年回报率增长200倍的奇迹。在短短10年，这家公司的营业收入从100万美元增长到2009年的1.7亿美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10 年翻了 180 倍。

ZAGG 是给 iPhone 提供防震保护产品的一家公司。iPhone 的热销，刺激这家公司业绩爆发式增长。其主营业务收入由 2006 年的 278 万美元到 2009 年的 3836 万美元，复合增速达到 140%。对于投资者来说，这是搭上顺风车的超级公司之一。

Netflix 原来的主营业务是 DVD 租赁，采用的是会员制的模式，现在这家公司推陈出新，也开始提供网络在线观看业务。这项革新，让该公司业务自上市以来迅速扩张，从 1998 年到 2009 年的 12 月，它的收入从 100 万美元发展到 16.7 亿，足足翻了 1200 多倍：从一家名不见经传的小公司成长为全球最大的在线影片商。可以说投资者的回报也是惊人的。当然，这可能在后期引起市场对其未来面临的竞争的担忧，但现在 68 倍估值仍表明投资者对其业务未来成长性的肯定。这些成绩毕竟不是什么公司都可以撼动的。

这些快动股，经常可以在有限的时间内，创造超越绝大多数标准普尔 500 指数平均水平的增长率。

高成长股票，总是给普通人以快速致富的利好。你投资了上述几家股票中的任意一家，换取快速回报，便可成为百万富翁。在 1926 年至 2002 年的 76 年间，这些快动股创造了增长率的奇迹。1995 年到 1998 年，微软的净收入增长率分别达到了 24.5%、25.3%、30.4% 和 31.0%，同期每股赢利的增长率分别是 20.8%、58.6%、56.5% 和 27.8%。

2000 年 3 月 27 日，思科的总市值达到历史高点——5550 亿美元，一度超过微软成为美国市场价值最高的公司。为了爬上这个位置，微软用了将近 25 年的时间，而思科仅花了 16 年。这个过程，仅在几次简单的分拆后，微软就制造了数个排名世界前列的亿万富翁。思科的总裁也从普通的打工者变成了有名有姓的顶级富人俱乐部的成员。

你接受股神巴菲特的教诲，估计这些美国奇迹的神股肯定首先会被剔除出去。对于哈佛这个保守风气占优势的地方，许多人更喜欢“慢生活”，更关注纽约市场里慢腾腾的常青树。这些股票的特点，仿佛那些新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



英格兰登陆的英国贵族后裔，在过去的几十年里一直保持着业绩上不温不火的状态。对于投资者来说，尽管它们并不会带来财富暴涨的效应，长期持有总是能最大程度地减损。

可口可乐是巴菲特到现在长期持有的一只稳健型股票。20世纪30年代就有媒体认为："现在关注可口可乐公司为时已太晚了。"事实却是1938年以区区40美元投资可口可乐公司股票，到1993年底就已经增值到25000美元了，高达整整600倍的回报率！

1977～2003年，16年间巴菲特持有可口可乐股票从未动摇过，投资收益率高达681.37%。尽管这期间可口可乐也一度出现过业绩下滑，巴菲特坚持相信对其强大长期竞争优势的判断，而决不把股价的一时涨跌作为持有还是卖出的标准。1997年可口可乐的股票资产回报率为56.6%，1998年下滑到42%，1999年更跌至35%。许多投资者纷纷抛售可口可乐的股票，但巴菲特不为所动。他继续坚决持有可口可乐公司股票，并与董事会一起解雇了可口可乐原CEO艾维斯特，聘任达夫为新CEO。果然不久之后可口可乐就重振雄风，为巴菲特继续创造高额投资回报。

多数的投资者，不管是股市老人，还是初入华尔街的哈佛毕业生，究竟是选择迅速致富，盘活资金的快动股，还是选择基业长青，走赢长期的慢动股，这是个十分严重的问题。一些人在入行很久后，对此依然是一头雾水。甚至哈佛投资的教父们的意见看上去也是相左的。

哈佛投资大师们认为，就收益率本身和机会成本来说，快动股和慢动股，就像是萝卜和青菜，只是对于有不同投资偏好的人才会产生不同的结果。

高成长的股票，对于那些冒险的、喜欢短线投资的人来说，不需要大量的资金仓和保证金账户，就可以达到目的。有些人还会专门盯着那些有着高增长潜力的概念股和科技股，比如在2007年以来，中国大量的概念股就受到华尔街的追捧。不过，持有高成长的股票通常需要更多的关注事件和时间的变化，这意味着同等情况下，你必须耗费大量的时间和资金在一只和一个系列的同类股票。这可能丧失了投资其他股票的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



机会，也可能在突然的风险中加重你的损失。

稳健型的股票，对于保守，喜欢长期投资的人，虽然也可能需要一个大账户，不过花费的分析时间较少。这样反倒可以有别的时间和充裕的资金考虑更多的风险计划甚至短线投资来止损增值。从巴菲特历年来持股变动情况可以发现，他的股票投资分为两类，一类是像可口可乐、宝洁、富国银行和美国通用这样的优质企业，巴菲特选择的是长期持有，很少进行大动作的换仓。

这种投资也是目前最为大家所津津乐道的“价值投资长期持有策略”，但显然巴菲特并没有把所有股票都长期持有，二类就是低价买入、高价卖出，阶段性持有的股票。除了可口可乐、宝洁、富国银行、美国通用、强生以及最新买入的 IBM 外，其他很多股票巴菲特都只是阶段性持有，而非长期持有。巴菲特最早在合伙公司期间大概用 40％的资金做套利，使合伙公司的业绩稳定增长，在熊市远远超越大盘和其他基金，而且没有一年发生亏损。

总的来说，这最终是个资金的安全性问题，怎么样投资股票才是经济安全的。这本身更多的是一个个人风格的问题，并不全部取决于股票本身。真相是快动或者慢动都有成功的大量案例，只不过，采取的手段各有不同，不同的人采取不同的战略而已。

第四节　到底是什么让股市上涨

由于美国经济数据利好提振投资者情绪，2012 年 3 月 15 日纽约股市标普指数创下四年多新高点，首次超过 1400 点以上。当天美国劳工部公告，前一周美国首次申领失业救济人数减少 1.4 万人至 35.1 万人，数据表明美国就业状况仍在持续改善。受高油价的推动，美国当年 2 月份生产者价格指数环比增长 0.4％。纽约联储在 2012 年 3 月 15 日表示，纽约州制造业指数 3 月份上升至 20.2，这是 2010 年 6 月以来的最高水平，显示纽约州地区制造业复苏强劲。

截至 2012 年 3 月 15 日收盘，道·琼斯工业平均指数比前一个交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日涨58.66点，收于13252.76点，涨幅为0.44%。标准普尔500指数涨8.32点，收于1402.60点，涨幅为0.60%。纳斯达克综合指数涨15.64点，收于3056.37点，涨幅为0.51%。

“由于美国经济数据利好提振投资者情绪”，这种分析化的说法随处可见。哈佛出身的投资家可能不太相信该说法的客观性。因为从直观上说，这等于承认宏观数据和股市上涨似乎存在直接的关系。

《华尔街日报》的一位主编曾经指出：道·琼斯的数据可能影响美国经济的长期趋势。道·琼斯的指数就是华尔街和美国经济的晴雨表。道氏理论的创始人查尔斯·道反对将他的数据表和股市涨跌联系起来，后来他的继承者们却反其道而行之。

道氏理论的集大成者罗伯特·雷亚认为，道·琼斯的长期趋势指标，确乎是可以看作是数据影响美国宏观经济走势的显示器。技术流和图表分析师在华尔街的流行，几乎让外界产生这样的错觉。股市涨跌，就是一些罗列数据和图表后的各种报告，股市的全部秘密就操控在宏观数据图中，特别是上涨趋势上，因为盼望从股市中获利的动机显然更强些。

前美国财政部长、上任哈佛大学校长萨默斯，可谓是股市和学界的双料王牌。萨默斯在学界硕果累累，属于经济学家中的明星人物。他的学术成就多涉及国际宏观经济数据方面的研究；萨默斯也是一个在华尔街的分析师团队中的核心首脑人物。他所在的一家对冲基金公司，正好是做报告后提供给承销商和客户的。遗憾的是，这位华尔街的大人物的一个细节，暴露了道氏理论在哈佛精英面前的价值。显然，萨默斯从不相信宏观数据能够挽救不断下跌的华尔街，他想到的不是数据本身，而是股市以外的力量。萨默斯在金融危机后第一个赞成对金融业和对冲基金进行管制。

这意味着，萨默斯用行动说明如下道理，股市的涨跌中最重要的因素是股市以外的风险因素，并不是股票价格或者公司经营、市场情绪等力量。说来这也不是什么新鲜的说法，在四十年前，莫顿米勒和莫迪利安尼就断言，公司的价值和资本结构无关，现在不过进一步说，股市的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上涨和股市的结构无关而已。

除了在Shaw公司获取的薪酬之外，通过投资该公司的基金，萨默斯的财富不断增长。与大多数在2008年股市猛跌时蒙受巨额损失的对冲基金不同的是，Shaw公司宣称，它的宏观经济基金的回报率大约为7%。而另一项多重策略基金仅缩水8%，这一比例远远低于大多数对冲基金。

Shaw公司的一位发言人表示，萨默斯的主要工作并不是充当推销员的角色。但据知情人士透露，2007年秋，在金融危机一触即发之际，萨默斯前往迪拜，与Shaw公司的销售人员和潜在投资者共同参与了一系列会议。这一地区的银行家们闻讯之后，纷至沓来。同时，萨默斯还在几个奢侈的宴会上发表演讲，并且会见了Shaw公司在该地区的房地产投资合作伙伴。

2008年9月。萨默斯向Shaw公司的交易员解释说，一项重要的伦敦银行同业拆放利率出现了偏差，由此帮助该公司的交易员避免了损失。在总统大选之前的几周，他先后在Shaw公司成立20周年庆典聚会，以及在波士顿召开的一个著名的对冲基金投资人会议上发表演讲。12月份，萨默斯出席了该公司在美国自然历史博物馆一个巨大的蓝鲸模型下举办的年度节日聚会。

推动全世界股市上涨，影响“牛熊”的关键因素在市场之内。哈佛大学的教授们是不相信股市的价值的，这多少可能让人感到惋惜。正如学界出身的投资名家马尔基尔所说，这已经是学界常识。马尔基尔不经意间说出了真相，有些人可能误解了股市中有效市场的理念，说到底，市场的有效性只是个假说而已，现实并不存在。

金融危机的到来，更显示出股市和宏观数据的背离。从2008年以来，美国实体经济复苏前景惨淡。从那个时候起，美国宏观经济从就业来说，基本上成绩为零。奇怪的是，道·琼斯指数和标准普尔500指数，短短两年，再度全线飘红。纽约股市的点位甚至已经接近危机前的高峰。在遥远的时代，这就是活生生的南海公司泡沫浮世绘。

到底是什么推动了如今股市不断上涨？正如一些华尔街银行家坦承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的那样，这是美国政府救援在股市数值上的反映而已。当然，这个理念在哈佛的《学生投资报》看来，不是什么标新立异。因为80年前，凯恩斯的股票价格由心理预期决定的说法传达的正是这套教义。美国政府的救援显然直接地影响了投资者的心智，无形中让他们建立了股市上涨的心理基础。

站在华尔街的任何地方，有些人做的是股市不断上涨的牛市梦，有些人则追逐的是市场的波动，寻求发财的特殊机会——卖空只是另一种牛市而已。老牌的哈佛毕业生们，通常都坐在安静的办公室里察言观色：一只眼睛望着道·琼斯的电子显示屏，另一只眼睛正盯着从华盛顿和哈佛学院走出来的黑衣政客们。

黑衣政客和市场之间看不见的更加复杂的联系，也许是市场的皮毛之外，股市兴衰的真正“内在价值”。你想知道上涨的秘密，正如常言道旁观者清，跳出市场，也许人们在喧嚣的股市发财梦中，能得到些关于股市的真谛。

第五节 什么成就了“好”股票

2011年8月1日版《巴伦周刊》称，亚马逊如果能把资本转向为零售、Kindle电子书阅读器和云计算业务，这些业务的迅速增长，还将让股票上涨10%～25%。亚马逊股票第二天就达到史上最高点的227.20美元。而在2011年7月29日的亚马逊股票收盘价是222.52美元。《巴伦周刊》预测上涨25%意味着亚马逊股票价格将上涨到278.15美元。

《巴伦周刊》称，虽然亚马逊股票价格达到2011年预计利润的107倍有点“不可思议”，可是，这与沃尔玛20年前的情况有可比性。沃尔玛当时的营收增长35%至440亿美元。毕竟，亚马逊有14年的优秀经验。它通过积极的投资技术、分销渠道和房地产，用牺牲利润率来提高收入增长。投资建设完成和分销中心，为亚马逊Web服务云部门建设数据中心以及扩大其Kindle部门做准备。这些做法对于增长都是持续利好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



华尔街的高盛分析师们一直认为，华尔街长期漠视亚马逊股票的价值。亚马逊的表现显然报复了这种傲慢。对于偏好价值投资的高盛团队来说，一只好股票就是像亚马逊这样被人低估内在价值的股票。瑞信的分析师们更加直白：他们列举亚马逊的种种优秀品质。这就像从纽约港口中那些卖相不太好的大路货中挑出上等货一样。有些上等货必须要特殊的时间、特殊的条件、特殊的方法才能被高明的投资家发现。

在发现最好的股票方面，有一位投资大师的经验是不可或缺的。哈佛大学的金融经济学家兹维·博迪开玩笑说，一代大家格雷厄姆的价值投资是如此成功，以至于现在那些具有投资价值的股票都消失了。20世纪华尔街股市灾难中成长起来的一代投资大师格雷厄姆无疑在股票选择方面具有最高的发言权。但在去世前，格雷厄姆个人关于好股票的观点，已经发生了某种程度的变化。

格雷厄姆说："我一直在讲运用简单的标准来衡量证券的价值。然而，其他人试图去做的是选出施乐公司和3M公司，因为它们的长期前景较好，或者判断明年半导体行业会有较好的表现。这些看起来都不是令人信赖的方法。其他很多方法都比这些方法要好。"

在关于主张有效市场理论的人们可能误解了价值投资问题上，格雷厄姆认为，有效市场派声称他们关于有效市场理论的基本论点是正确的，人们应当研究股票价格行为，并尽量从中获利。对格雷厄姆本人而言，这并不是个鼓舞人心的结论，因为根据他本人在华尔街60年的经验，他所看到的是人们并不能够成功地预测股票市场的变化。

格雷厄姆认为，投资者所要做的事是听听《华尔街周刊》的说法，要学会看出上面没有任何一篇文章具有股票市场将要发生什么事情的权威性或特殊见解。这些文章的作者们和那些经济学家们都有自己的观点，你问他们，他们很愿意表述他们的观点。但格雷厄姆相信经济学家们不会坚持说自己的观点是正确的。

这是格雷厄姆去世那一年的一篇专访。格雷厄姆相信存在一种简单的标准衡量好股票，不过他已经不再相信"好"股票是可以预测出来的。人们眼中的好股票是未来的收益高的话，显然格雷厄姆是不承认有这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“好”股票的。可见，真正的好股票，显然是这样一种证券，在一定的时间内，股票的内在价值被低估，有较大的把握在一定时期内可以获得较高的收益率产品。

在格雷厄姆那本《价值投资》圣经出现后，哈佛大学的学界精英们也开始出版他们自己的专著，讨论到底什么是好股票。经过哈佛大师从威廉姆斯、数十年的发展，好股票的构成因素的成分逐渐从华尔街那里被分离出来。

按照目前哈佛最流行的两本投资学的畅销书的观点，也就是博迪和米勒的两本投资学著作的权威说法，好股票主要由以下成分组成。

1. 高预期收益率。虽然预期收益率的计算比较复杂，也没有多少人能找到合适的风险组合比率。不过从理论上，这个说法对于投资者来说还是比较靠谱的。虽然洛尔批评资产组合理论在这一点上是一种未卜先知的做法。一个有着长期投资经验的人，也应该大致估计出投资一种股票的风险程度。历史证明，像美国国债这种产品大致上可以是作为预期收益率的基准的。总体而言，风险总是要比国债的风险高些。

2. 低市盈率。价值投资的专家们偏好相信低市盈率且有良好的发展前景的公司股票，可以变成好股票。例如股神巴菲特就相信长期价值可以战胜增长。像可口可乐这样拥有独门配方的投资品，在巴菲特看来，长期总会因为独特的价值而报酬丰厚。股神之所以很少涉足那些喧闹的概念股，很重要的一点是，这种短期的高增长总会因为没有特殊的价值最终消失。不过，按照一些研究发现，这种说法似乎只是 20 世纪 90 年代以前的数据的结论。要谨记这个说法可能仍然对未来没有用处。

最后我们不得不再次发出警告，理论上说世界上不存在什么好股票或者坏股票。毕竟，依照金融经济学家的看法，股票市场完全是个的零和博弈的市场。它的本质总是将一部分人的钱从另一部分人的口袋里转移出来，并不会直接产生任何产业价值。所以对于科班出身的经济学家来说，讨论好股票，这似乎还不如讨论些别的更有价值的内容。

在哈佛大学成长起来的所有投资理论，几乎全部是验证股票的价值存在与否，至于股票的价值到底是好还是不好，到现在没有一篇论文谈到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六节 如何判断股票的价格过高

2011年5月，纳斯达克证券OMX集团重新配置纳斯达克100指数的权重，苹果在该指数中所占的权重从原先的20.49%下调至12.33%。贝斯普克投资集团给客户的一封建议信中写道："请屏住呼吸。苹果未经拆股就被纳入道指，它在道指的权重将大得极不相称，以后可能得称道·琼斯工业苹果指数。"纳斯达克证券OMX集团曾于1998年对纳斯达克100指数进行过调整，降低了一些大企业的权重，以便满足美国国税局的规定。当时苹果的市值尚未达到权重被下调的水平。

早在2001年9月，贝斯普克投资集团在一份报告中就预测，如果苹果取代卡夫食品，那么IBM在道指成分股中的权重将从目前的11.6%下降到9.2%。IBM当时股价报收于173.13美元。

高价格股票对于市场来说，并非是件好事。股票交易价格太高，不属于权重指数，会产生某种不和谐的结果。少量的臭氧当然可以抵御紫外线辐射，可是在印刷厂的空气通常只会让人头晕恶心。节节蹿升的股票让市值提高，有利于业绩和融资前景，增强投资者的信心。不过这也可能让上市公司更快地脱离真实的经营，演变成一场单方的投机狂潮。

对冲基金分析师哈迪斯蒂说："公司的估值是否过高也是判断一个高价股公司是否值得买入的依据。这家公司的高股价对应的市盈率达到65倍，那么也面临着股价急剧下跌的风险。"这番话显然是有历史的证据的，人们从18世纪就开始领教过估值过高的教训。

1929年，华尔街的黑色星期五来临前一天，道·琼斯指数较一年前已经上涨了200%。有些公司的股票，比如美国证券交易所股票看上去已经成为无可挑战的巨无霸。不过仍然有人不断地加入购买风暴中心的股票的行列。孰料，一个星期后，纽约交易所就倒闭了。这只无往不胜的股票也成为华尔街的黑色笑话之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问题是，怎么判断某只股票价格“过高”，这却是个异常艰难的问题，最资深的投资家也在这个问题上不置可否。在哈佛金融界的大师威廉姆斯之前，没有人相信股票存在价值。威廉姆斯在华尔街的背景，让他成为经济史上第一个算上股票的资金价值的人，不过即使是他也只是完成了这一步而已。后来的经济学家在这之后也没再跨出半步，包括获得大名鼎鼎的莫顿和博迪同样如此。这其中有着深层的原因。

首先自有股票市场以来，股票价格的上限一直是个未知数。理论上说，这个上限是不存在的。因为股票交易遵循的竞价原则，在竞争拍卖的动力驱使下，可以无限下去。当然，现实中每个交易所都有关于交易波动限价和时间的种种规则。长期来说，价格还是可以无限上升的。

其次，判定价格高低的标准难以确定。数据显示，美国股市中超过200美元以上的股票有19只，其中NVR、谷歌、拍卖网站Priceline、苹果、手术系统公司达·芬奇手术机器人、金融服务公司白山保险集团、保险公司Markel、万事达以及物业管理公司亚历山大分别是以700～400美元不等的价格分列2～10位。高居榜首的则是美国股市历史上最贵的股票——巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司。巴菲特公司的股票的面值现在已经达到10万美元一股的水平。算得上世界历史上绝无仅有的超级股。

为了获得更多投资者的兴趣以及扩大股东基础，往往会采取分股的形式降低股票价格。即使伯克希尔·哈撒韦公司股票以如此天价示人，但它仍是一只受追捧的股票。巴菲特长期以来也一直认为，低价股将吸引那些不能与其共享价值哲学的“次优”买家。

最后，高股价的成因复杂，有时候自相矛盾。符合“领头羊”潜质的个股，势必会受到资金持续的追捧，并非所有顶尖的公司都会遵循同样的逻辑。IBM公司的股价也曾一度高达300～400美元，但该公司已经建立了一个分股的政策，目前该股股价不到200美元。

巴菲特认为：“与短期投资者不同，伯克希尔·哈撒韦的股东思考和行为方式更像理性长期持有者，且对企业的看法与我和公司副董事长查理·芒格相同。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当风险来临，市场中资金会竞相出逃那些流动性比较差，以及暴涨暴跌特性强的个股。而那些绩优高价股，虽然股价高，但由于其本身的业绩稳定性，就算市场风险来临，也很少持续有资金大幅出逃，从而避免了连续下跌情况的出现。这样就形成一个良性的循环，加上惜售心理，这类股票反而能够吸引更多的资金进入，从而形成一个“避风港”。

如果搞不明白一只高价股是干什么的，为什么值那么多钱，那它就是个伪高价股。

第七节　炒股踏空以后该如何应对

华尔街的历史上，再也不会有第二次炒股踏空投机的绝好展示机会了。早期混乱不堪的华尔街，兴风作浪的投机商都在豢养和控制法官，竭尽所能地利用自己手中的权力来影响股票价格的涨落。股市投机者的博弈，就是一场腐败的立法官员竞相订立和随意篡改股市规则的游戏。

在著名的伊利铁路大战中，范德比尔特操纵法官禁止德鲁本人“卖出、转账、移交、处理和放弃”他持有的伊利股票。德鲁和他的盟友先下手为强，指使他们自己的法官下达了完全相反的法令，同时还印刷了数万股崭新的伊利股票。在市场上全数抛抢了他们刚刚“制造”的“掺水股票”，席卷了范德比尔特的700万美元后逃离纽约。

在这种类似投机巨头的疯狂掠夺下，最大的损失并不是空头专家们。最大的损失者是投机热潮前后的股市散户们。当他们在一脚踏空后，不论是在形势大好时，还是风暴前夕，都是牺牲品。

“狂热似乎占据了每个人的头脑，”《弗雷泽杂志》在1869年这样描述当时的投机狂潮的盛况，“一贯传统的商人们抛弃了他们一生遵从的原则，孤注一掷，一举买下好几百股，白领阶层厌倦了收入的缓慢增长，小职员们已无法忍受那仅够维持生计的工资，牧师也不满足于那少得可怜的津贴。他们全都蜂拥而来，甚至在一个经纪行的广告中打出了男女

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



平等的口号，以此吸引女人也参与到伊利股票的投机中。”

这也不是什么稀奇的事情，一百年后，大师欧奈尔则认为追随股市中的领涨趋势，或者说大户的行为，一定是正确的。即使在投机中遇到范德比尔特的盲目情况，据说也是有效的。不过，据华尔街的一些公司研究欧奈尔的选股方法和回报率后，他们认为这种说法并没有靠得住的证据。于是一个大问题出现了，什么才是正确的踏空应对方略呢？

踏空后，投资者天天等大盘调整，时时盼个股下跌，然而大盘和个股却不听“使唤”。即使偶尔来个盘中震荡，也往往跌幅有限，且最终有惊无险，至尾盘时被强大的买盘迅速拉起，让等待下跌的空头再次失望。这时候最忌讳的是投资理智丧失的行为，错误等待，贻误战机。根据一些投资心理学的研究，一些人的确在投机踏空后陷入失败的情绪，放弃投资机会。所以好的判断和策略是踏空后的主要应对方略。

首先要合理判断当前形势。是低位踏空？还是高位踏空？一般来说，空头本身就是市场观点分歧的结果，正是因为有这些分歧，才会导致不同的踏空者踏空点位截然不同，有人抛在了最低点，踏空点在 1700 点以下；有人在反弹至 2000 点时清仓，踏空点在 2000 点；也有人判断 2200 点是短期高点，因而全部卖出，踏空点自然就是 2200 点。

判断踏空点有两种方法：一是根据历史，用以往股市运行时所创下的高、低点来确定。二是根据基本面分析来确定，取决于一些宏观趋势的看法。

其次要确定操作策略。踏空点位的高低确定后，就可制定相应的操作策略了。

操作策略包括何时买，买多少，买什么。判断好了点位，确定好了策略，并不等于操作起来就没有风险。相反，同样要做好两手准备，对机会和风险比进行正确的评估，制订跟进后的计划和不同情况下的应对措施。比如，跟进后，大盘和个股掉头了怎么办？是止损、不动，还是逢低再补仓？又比如，买入后获利了怎么办？是高抛低吸还是长线持股？对此，都要有相应的思想准备，只有这样，才能在操作和看盘过程中，做到处变不惊，忙而不乱，胸中有数，沉着应对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



决定股票的点		
时间	成交量	价格
12：18：53P	2000	54.45
12：19：05P	1500	54.44 跌点
12：19：10P	400	54.46 涨点
12：19：16P	700	54.46 零涨点
12：19：22P	1000	54.40 跌点
12：19：29P	200	54.42 涨点
12：19：32P	500	54.48 涨点
12：19：38P	200	54.48 零涨点

这是某天纽约股票交易市场下午 12：19 左右发生交易的时间和卖出报告。从中我们可以看出：下午 12：18：53 的时候，有 2000 股以 54.45 美元成交，12 秒后有 1500 股以 54.44 美元的价格成交。因为这个 54.44 美元的价格比前一笔 54.45 美元的交易价格要低，这就是一个"跌点"，所以这里不能发生卖空交易。然而，下一笔交易以 54.46 美元的价格成交了 400 股，比前一笔交易高 2 美分，构成了一个"涨点"，可以发生卖空交易。接下来的交易以 54.46 美元的价格成交 700 股，构成了一个"零涨点"（因为紧随上一笔交易，股票与前一个"涨点"的交易价格相等）。这个"零涨点"也可以进行卖空交易。下一笔交易以 54.40 美元成交，比先前交易的 54.46 美元低，因此这个"跌点"也不能发生卖空交易。接下来的三笔交易都是"涨点"和"零涨点"，都可以进行卖空交易。这是个典型的踏空后探点后重新纠偏寻找机会的例子，从中我们可以真实地体验到踏空救急措施。

我们这里要警告的是，根据一些对哈佛大学米勒教授的卖空交易的实证研究，基本上可以证明一件事情。踏空是市场的正常现象，踏空本身就是市场分歧的结局。所以每种策略严格意义上都是这种市场分歧的一部分，既然如此，并不能保证有什么行之有效的踏空指南手册之类的东西存在。

在踏空交易中失手的不只是普通小人物，也有大人物。比如现在风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



头正劲的卖空大师查诺斯，虽然他在金融危机中的确抛空获取先机。不过，这还是个开始，他的另一些做法，比如做空中国股票，虽然布局很早，到现在却一直没有业绩可言。这一点也让卖空大师很丢面子，甚至被人称作是无聊的唱空者。“然而，我认为从未到访过中国的查诺斯并没有看到中国长期更广阔的前景。中国真的是在一天之内就可以建成一个古代的罗马；至于今天的罗马城，中国每两周就可以建成一个。中国在一年中修建的房屋总量相当于西班牙房屋数量的全部；中国 15 年修建的房屋相当于欧洲各国的房屋总数。”另一个看多中国市场的元老基金分析师这样评价查诺斯。

第八节 为什么信息时代的股市会加速崩溃

2010 年 3 点 20 分左右，纽约证交所宣布：“约半小时前的美股暴跌与技术故障无关，暴跌期间未发现交易系统存在技术问题。”此前美股全线暴跌，道指一度损失 998 点，跌幅超过 9.1%。这种事故并不是没有先例，数年前纽约证交所曾发生一次电脑技术故障，导致道指很短时间内损失约 500 点，后来纽约证交所就此发表了专门声明。

为了解释华尔街的恐怖性恐慌，一些专家们提出了若干理论解释：

第一种说法是输入失误。这一点看似合理，却不太可能发生。本该输入的是以“m”打头的百万，交易员却误敲成了以“b”打头的十亿。

第二种说法为软件错误。这一点合理，也可能发生，但与事实不符。也就是说，由于某个软件漏洞，交易软件在执行过程中陷入了死循环，而连续不断地疯狂发送卖出委托单。

第三种说法为计算机黑客。这个理论最为有趣。因为恐怖分子爱搞网络恐怖活动，这无人不知；而且，金融市场是他们的重要目标；另外，在本来人们就已经普遍忧心忡忡的时刻（希腊债务危机以及主权债务评级下调的不利影响）发起攻击，效果肯定不同凡响。

但股市上还真出了另外一些怪事儿，比如埃森哲公司和爱克斯龙电力公司，二者的股票交易价格均短暂跌至 1 美分。两家公司还真按此 1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美分交易价完成了一些交易，只不过这些交易后来被取消了。

后来证明，这场恐慌性危机，的确是一个程序疏忽，自动强制按最低价格交易。然而当天在美国股市，立刻引发了各种奇怪的悲观情绪的说法。有些人认为美国股市将从此再度下跌，探底情形将二次上演。

美国《投资日报》事后表示，“电脑正在摧毁整个世界”。高频交易是一种电脑程序，它依照数学运算法则来购买和卖出股，由于这是一种电脑程序，而非人为程序，交易在瞬间便告完成，不容得做任何思考。不管相信与否，股票交易中超过60%都是电脑程序交易，“这太恐怖了，因为这意味着电脑能够在人类做出反应前便引发市场崩溃，而我们根本没有机会阻挡它”。

一个小小的程序0.0001的变动，导致华尔街市场1000%的变动，这就是现实版的蝴蝶效应。而且似乎比蝴蝶引发飓风还逼真的多。恐慌就在眼前。虽然错误只是微乎其微，但是人们看到的恐慌总是成百上千倍的扩张放大。这好像可以让我们推论，假如蝴蝶的翅膀加快一点煽动，华尔街的人们的心理可能以更快的速度崩溃。事实证明从500点崩盘，很快就变成了接近1000点。

对于这个问题，现代的行为经济学和金融学做出了新的解释。根据一些行为金融学的新解释。人们的确对大数字的恐慌有某种依赖性。甚至具有数值判断上的谬误心理。通常的反映是商店的标牌3.99看上去比4便宜或者相信高个子里的矮子，没有矮个子里那个高个子高。但是对于冒险的人，这个道理就会有背离的性质。人们看到自己的损失的时候，赌徒会进一步加大砝码，并乐此不疲。人们会相信小数字不会产生大影响，而大数字却显得更大。也就是说，本次纽交所的暴跌，比不上1998年的危机，更比不上2008年初危机。但是人们情愿相信，现在暴跌的损失比过去还要大。

于是关于它的各类恐慌就会成功地再一次放大。虽然羊群效应可以部分解释这种放大，但是在现代的交易所，交易几乎是不见面的，就是说，不大可能是社会影响的结果，倒可能是纯粹心理的影响。

正是因为长期的相信，只有大范围的差值才能获取暴利，人们都爱好大的交易数字。但同时，对于亏损，人们却不愿看到，只愿意他们出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现小的数值。

但是在亏损的面前，人因为赌徒心理，又会产生逆反和背离。对于这一点早在几十年前就由凯尼曼和特沃斯基证明。

也因此，除非人们能改掉他们赌徒的心理，和选择谬误的弱点，否则这种危机只会无限地上演，永无结束的一天。

第九节 投资者怎样在股市崩溃中保护自己

“人们越来越频繁地问我的意见，未来金融将发生什么。现在我认为各种危险之多，之大，我一生前所未见。很有可能在 2005 年早些时候，繁荣的顶峰已经离我们而去。

“在过去一个世纪，通过把资产净现值放在现金或者政府债券中，你可以获得保护。现在，过剩是如此之巨，以至于大多数货币和债券都有可能持续失去购买能力。

“现在按揭和其他形式的债务超过 1970 年代之前的 10 倍。这会造成各种破产拍卖的增加。目前现金和流动资产的过剩已经把调整后的债券和按揭的利率压低到接近零。很明显，在未来几年，大的调整是有可能的。

“超过 10 倍的人陷入债务之中，导致迅速增加的破产。不仅借债的人会破产，很多放贷却没有抵押品的生意也会破产。选民将促使立法来救援补贴，把债务转给政府，如房利美和房地美。

“你只有把资产净现值放到那些被证明有着最高的利润率和最快的赢利增长的公司股票中才行。除此之外，我没有找到任何更好的方法能在未来持续多年的金融混乱中成功。赢利能力，尤其在多个国家的赢利能力，仍将非常宝贵。”

2008 年 7 月，被美国《金钱》杂志誉为“21 世纪当之无愧的全球最伟大的选股人”，投资大师约翰·邓普顿爵士在巴哈马首都拿骚去世。这是 2005 年 6 月，他给朋友和家人留下的一份备忘录。

邓普顿爵士，在哈佛的学术界看来，多少是个异类。和许多投资家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不同，邓普顿是那种典型的不按套路出牌的人。他是华尔街极少数从1929年大萧条中崛起的大人物，他的投资方法被称作是逆向投资法。邓普顿在1937年，也就是大萧条最低迷的时候成立了自己的公司——Templeton，Dobbrow & Vance。这种在低迷的市场中获胜的做法，在垃圾债券米尔肯之前，唯一的优秀范例就是邓普顿。

邓普顿的股市崩溃后战略是令人着迷的：在大萧条的低点买入，在互联网的高点抛出，并在这两者间游刃有余。邓普顿总是研究选取那些被人忽视的有投资价值的股票，鲜明的体现一种全球范围内人弃我取的战略。按照邓普顿的观点，在股市崩溃后，总会有回升的一天，在崩溃中重拾信心，选择那些垃圾，是一种高明的投资方略。也是金融混乱中保护自己的唯一有效手段——“你只有把资产净现值放到那些被证明有着最高的利润率和最快的赢利增长的公司股票中才行”。这是遗言也是经验总结。

这个策略到底经得起学术界的实证研究，一直以来都是哈佛的经济学家们高度关注的议题。哈佛行为金融学家施莱弗和两位合作者以1985～1989年美国的季度资料，探讨了美国769家基金投资行为，实证研究发现基金对小规模公司股票的投资有显著的追涨杀跌现象，动量交易策略明显；但对大规模公司的交易却无此现象。考虑到邓普顿的基金股票背景，这等于证明了这一战略至少在短期内是成功的。换言之，这种人弃我取的逆向投资手段，作为弱者的翻本策略是有效的。

详细了解一下邓普顿的人生经历和股市经验，这个策略的有效性就看得更加明显。在大盘崩溃的时候，原来疯狂的追涨杀跌告一段落，多数人元气大伤，而这时候，却正好是崩溃中止损的机会。哪怕借钱购买一些高投资价值的股票，也比什么都不做要好。

约翰·邓普顿给自己开了一个银行支票账户。然而，像大萧条时期的很多人一样，他也亲身经历了存钱带来的惨痛教训，只能眼睁睁看着存有他资金的银行破产倒闭。作为一个永不认输、坚持到底的人，他继续打工（也继续赌牌）以继续他的学业。第二次存钱的时候，他咨询了一位教授，打算把钱存入纽黑文市最保险的银行。听完了教授的建议，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



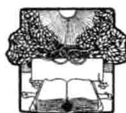
他就去银行把钱存了起来。然而没过几周，他正走在路上，看到长长的一队人已经排到了他那家“最保险的”银行的人行道上了，人们都在叫喊着让银行还钱。他镇定地走向这支队伍，心里已然确定这家银行正在遭受挤兑。他边走边注意到所有的储户都在支票账户窗口前排队，而储蓄账户窗口则没有一个人排队。约翰素来沉着冷静，头脑清醒，此时，他径直走向储蓄账户窗口，将支票账户转为储蓄账户，顺利地把钱取了出来。

在股市人人都惊慌失措、不停抱怨情况有多么糟糕的时候，你依然能明智地购买某些有价值的股票，这已经是保护自己的第一步了。在拍卖会能看到廉价货的价值，也就能够经营一个好农场。在崩溃的股市中，之所以价格低廉，是因为再没有其他人在那儿抬价。这也是“在股市中猎取便宜货”的概念了。

反之，交易所的台阶上挤满了竞价者，反复抬价，这就不是一个好机会，而是崩溃的开始。你和其他所有人一样跟风买卖股票，回报也将与其他人没有什么两样。所以，“在众人六神无主之时，你能镇定自若”，你就成功地踏上了明智投资之路。

“在别人沮丧地卖出时趁机买进，在别人疯狂买进时趁机卖出，这需要最大的毅力，但收获也最丰硕。虽然股市会回落，但不要对股市失去信心，从长远而言，股市始终是会回升的，只有乐观的投资者才能在股市中胜出。”当一个人在股市中崩溃忙于舔舐伤口的时候，邓普顿的话尤其具有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六章
共同基金到底是利益共享还是风险共担

第一节　为什么要投资基金

2008年下半年，金融危机已侵入看似平静的哈佛校园。同年12月，哈佛大学校长德鲁·福斯特和执行副校长爱德华·弗尔斯特联名给院长委员会写信说，从2008年7月1日到10月31日期间，哈佛捐赠基金就缩水22%，损失超过81亿美元。哈佛大学这座世界最富裕的大学，遭遇了其现代历史上规模最大的一次资产缩水。

与哈佛的损失相比，竞争对手剑桥大学在金融危机爆发前，就将大笔资金从私人股票投资领域撤出，从而得以全身而退。剑桥大学捐赠基金近些年来稳健增长，仿效耶鲁大学的模式，主要投资于“抗通货膨胀”的标的上，诸如土地、自然资源以及利息与通胀率挂钩的债券等。

代表美国2500家高等教育机构的“全国大学经营者协会”主席兼CEO约翰·瓦尔达表示，尽管捐赠基金收益率从2010财年的11.9%继续增长，但美国大学基金数年内仍不太可能恢复到金融危机前的水平。

这意味着哈佛大学有可能在和竞争对手的竞争中落于下风。

哈佛大学的师生们确实该考虑大学为什么要把命脉操控在一个基金公司手里。基金损失已经威胁到哈佛学生们的生活。按照文理学院的预算报告，哈佛在接下来的几年里将停止供应免费咖啡和食物，其他各种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



降薪和降低教学密度的措施不一而足。

哈佛资产管理基金公司主席曼迪罗对于这种投资困境解释说："我们没有一个人能够预测市场在下周或下个月的走向，所以我们尽量不要把对投资的安排过度集中在一种假设情景和条件下；我们要在能够承受的波动下，力争长期的平均年回报率为正。我们能够根据平衡风险和收益的原理，寻找市场定价失败的时机，投资在那些有增长潜力的资产，那么我们的投资长期的走势就是非常良好的。"

这不能解释哈佛的理财要选择基金公司。哈佛选择基金公司，和大多数人一样。根源于一种历史信念，基金是一种专家理财，相比普通人具有长期高收益率的优势。

2008 年以前的十年间，哈佛捐赠基金的年平均收益率为 13.8%，基准收益利率为 9.5%，所有大型捐赠基金的平均年收益率为 6.1%。在 2007～2008 年度，哈佛大学捐赠基金的表现还远好于市场，其年收益率为 8.6%，不仅高于基准收益率的 6.9%，也高于所有大型捐赠基金平均收益率的 4.4%。

基金作为专家理财的古老说法基本是这样的：随投资市场的扩大和信息的增加，金融市场已经分化出来。只有具有专业的投资知识和背景的人，才能获取有效的信息和技术，选择最优价值的产品获取最高的收益。就投资产品扩大和信息增加来说，从道·琼斯的《华尔街日报》那种简单的方式开始，接着自动股票报价器发明，到今天大概有数千种关于投资市场的投资显示形式。

计算机的推广，又将信息和市场扩张到惊人的水平。就投资专业化来说，哈佛投资大师伯顿·马尔基尔则干脆认为，投资如今已经成为人们生活的一部分。投资的专业知识已经不可或缺，在这种情况下，谁拥有专业的知识，自然也就等于获取投资优势的一种方式。

打着专家理财的旗帜的基金，无疑是顺应时代潮流的。不过以上的种种说法，是否成立还要经过实践检验。在这方面，哈佛的确具有理论和实践上的特殊优势。

20 世纪 60 年代以前，对投资基金的业绩评价，主要是根据投资基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金单位净资产和投资收益率这两个指标来进行的。但显然基金的投资收益与股票的投资收益一样具有波动性，即具有风险，所以早期不考虑风险因素的基金业绩评价有很大的缺陷。那时流行的基金业绩评价还是按照威廉姆斯的理论进行的。在这种评估风险中，相当于说基金经理们具有某种特殊能力，可以比常人有更大的成功率。华尔街的投资大师大多数也就是这一时代的基金管理人。从格雷厄姆到巴菲特，马尔基尔、邓普顿、欧奈尔，概莫能外。甚至，连萨缪尔森对此都想当然地接受，尽管他是第一个考虑风险问题的经济学家。

1965 年，在哈佛受过数学和商学院教育的美国财务学者特雷诺对此提出疑问。在《如何评价投资基金的管理》一文中，他首先提出一种考虑风险因素的基金业绩评价指标，后人称为“特雷诺指数”。

在财务理论中，衡量投资收益的风险一般采用两个指标：一是其历史收益率标准差 δ，衡量投资收益的总风险；二是其系统性风险系数，即 β 的估计值。特雷诺认为，基金管理者通过投资组合应消除所有的非系统性风险，因此特雷诺用单位系统性风险系数所获得的超额收益率来衡量投资基金的业绩。

特雷诺对美国的基金经理的业绩和风险的实证研究却让人大跌眼镜，他们利用T－M 模型对一些共同基金的数据进行了估计，但几乎没有找到任何基金经理把握市场时机的证据。也就是说美国的基金经理们的专业能力只是伪装的。

更有意思的是后来阿玛蒂、罗斯等人论证了 T－M 模型在衡量市场时机选择能力居然是负有效的。这就是说，基金经理们可能总是在大损失和大波动上表现得更突出的失败。这当然也部分适用一个现实，大部分的基金，在过去的几十年里，都是大盘的失败者。

在这种情况下，人们投资基金的合法性，也就不断地受到质疑。直到最近，投资大师们才开始重新找到基金合法性的证据。罗尔指出，之所以得出基金缺乏专业和投资风险预防能力低的说法，最主要的可能是人们的市场标准有点褊狭。从前的判断标准太过简单以市场论英雄。这可能让基金的长期多样化风险的优势显现不出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金同许多投资产品相比，的确可以规避更多的风险。基金形式本身就是产品多样化的代表。尽管巴菲特的基金管理公司也出现过大幅落后市场的情况，但是这并不妨碍他成为获得利益最多的基金公司。看来，经过历史的长期淘汰，今天的基金公司专家化的神化面纱已经逐渐褪去，分散风险的本身形式却还具有生命力。正是这一点，才使得多样产品的环境下，人们更多地选择基金。

第二节 长期投资基金真的有用吗

将资金放在银行里的投资方式，有通胀不断侵蚀的危险。而其他的专业投资渠道，如股票、期货交易，一般的投资者根本就无法把握。因此大量的报纸和投资顾问建议，基金作为一种集合投资的渠道，基金管理人较一般投资者而言，具备更专业的研究能力，更能为投资者获取更稳健的投资回报。有些经理人更是宣称，从长期而言，购买基金是跑赢通胀的关键，是一种重要的理财途径。

那么，长期基金真的能赚钱吗?

对于基金来讲，长期投资比短期投资要好，并不是说长期投资一定赚钱。

基金（主要指股票型基金）的收益是和股市密切相关的，而股市和这个国家的经济状况是密切相关的，因此，长期投资也是建立在对这个国家经济发展和资本市场政策长期看好的基础上的。如果这个国家的经济处于衰退期，或者资本市场非常不完善的话，那么股市和基金当然也不会赚钱，不论短期长期。因此，基金也是有风险的，只是它的特点使得它的风险要比个人投资股票小得多，而获得的收益比个人投资的平均收益要高得多。对于中国这样没有美国那样繁杂的基金类型的国家来说，基金的长期投资收益率更值得人们关注。显然，不管是在中国还是美国，人们对于基金的长期回报，都有一定的要求。美国人同样在问，基金长期值得投资吗?

这个问题必须换一种方式来思考。因为一谈到长期，人们必须回到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资的原点，大概才能有一个冷静清醒的认识。经典的哈佛教科书学者，特别是商学院的大师们相信，从长期来看，这不是一个投资什么的简单问题，而是一个经济学的普遍问题。基金长期是否值得投资，归根结底，取决于你的机会成本，主要是交给基金的管理费是不是合理。

在金融危机出现一种奇怪的现象，这就是华尔街高薪高奖金现象。索罗斯因为捐赠 4000 万美元协助联合国一项非洲农村发展计划而在联合国举行记者会，当被问到对“占领华尔街”行动的看法时，他表示，最令民众愤怒的还不是用纳税人的钱救银行，而是已经陷入困顿的银行还让执行主管领取高额红利奖金。“我觉得我可以赞同他们的看法。”索罗斯说。

许多人大概此时可能突然对索罗斯的印象焕然一新。事实是，由于银行业的高薪受到攻击，业务处于低谷，对冲基金此时正利用大好时机招兵买马，招徕银行业的明星员工。所以，索罗斯大秀道德牌，以期吸引更多的人和资金进入基金。

这个细节，以经济学家的观点看，却是相反的。这说明基金的管理费一定在金融危机后有了历史性的增长。很可能基金经理的报酬将以天价的记录被刷新。这一点，由于基金业务的国际性，在中国表现得就更加明显，甚至出现了基金的天价报酬，大有追平华尔街的趋势。

2012 年 3 月是中国基金经理们的欢乐时光——从该月开始到年中，上一年的年终奖将逐一兑现。2011 年基金创下 5000 亿元亏损，不过，基金经理们的管理费和薪水“一分都不能少”。类似中国巴菲特王亚伟这样的明星基金经理，保守估计年薪 1000 万以上。2010 年股基冠军孙建波，至少有 500 万元的过户费。在中国基金市场上一位成熟的债券基金经理年薪已到 300 万～500 万元。

而与此形成强烈反差的是，证监会统计在 2011 年每个基民平均亏损 4000 元。一边是投资者的巨大亏损，另一边是基金管理人员的天价管理费和奖金。粗看，这两者并没有什么关系，其实不然。同多数产品不同的是，基金的长期投资和基金的管理费有相关关系。

索罗斯的老师，诺贝尔经济学奖得主夏普考察了 1954 年到 1963 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之间 34 个共同基金的经营业绩，他发现收益率的主要差异是源于每个共同基金的费用各不相同，而且，若用夏普指数来衡量的话，则大部分基金的业绩表现都不如道·琼斯工业指数所衡量出的业绩表现。

1968 年哈佛教授詹森提出了以资本资产定价模型为基础的业绩衡量指数，又称为"詹森指数"。在考察了 1958 年到 1964 年间 115 只共同基金的业绩表现之后，詹森发现，没有证据能够说明任何一只基金能比随机选择的投资组合的业绩表现优异。

金融理论家开始认识到，只有将基金经理的管理费看成是基金的机会成本，才能有效评价其长期投资的收益水平。基金本身的代理委托形式，同样要服从一般的经济学理论，只有基金管理人和基金投资者的长期利益保持一致的时候，基金的投资者才能够获利。否则在管理费和投资报酬不挂钩的情况下，最终只能让投资者多数赔了夫人又折兵。

因此，在这种情况下，除非专家和管理者切实地站在投资者的长期利益的角度上投资，否则很难说，基金的长期投资是有益的。毕竟，把自己的钱交给一个盲目的专家，而这个专家还打着自己的小算盘的时候，同床异梦，怎么可能有好的结果呢?

第三节　共同基金的"小秘密"

"我也越来越平静，我比其他所有基金经理轻松得多，我没有必须赢利的压力，对我而言，保住胜利果实就是最大的胜利。"

"其他的基金经理在做什么呢? 他们可能并没有这么轻松，他们为了跑赢其他基金，他们为了给他们的客户赚钱，而且必须在那些事先承诺的回报压力下，他们必须满仓，无论股市怎样下跌，他们也只能满仓，他们只能期待股市尽快回暖，他们心里清楚，即使熊市来临，即使崩盘在即，他们也只能满仓。"

"业绩是自己的，损失是客户的。只要自己比别人跌的少，就是业绩。所以他们宁可眼睁睁看着股市一跌再跌，看着自己的基金一跌再跌，却不能减仓，而是不停地操作，各种操作，他们焦头烂额地在股市里挣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



扎，使尽浑身解数，痛哭着，却挣脱不出来。”这些基金经理无疑是最痛苦的，面临心灵矛盾。一边他们可能祈求着：“所有的客户们，求求你们了，快快赎回你们所有的基金吧，这样我就解放了。”但是另一面，这些人必须假仁假义地说：“长期持有，你将获得丰厚回报。无论任何情况下，他们都必须这么说，即便他们心里渴望客户们赎回基金。”

这是一个职业基金经理的独白，也可能是所有基金管理者共同的自白。在不经意间，这个简单、天真的经理，为投资者揭开了一扇未知的窗户，这里有经理人共同的小秘密：只要保本，他们就再不关心一切，一旦操作失误，他们最希望投资者赎回基金，越快越好。

这个秘密无疑是让人不高兴的，一个投资者兴奋而理智地决定把自己的钱和账户交由经理人和专家团队们掌控，换来的只是淡漠和抛弃，有的时候甚至是背叛。以道德风险的角度看，这是明火执仗的“不负责任”的行为。法律和合同虽然可以通过赎回条款、咨询、监管来保证公平，但这是不够的，谁会愿意让一个随时和你离心离德的家伙做合伙人的，你就是翻遍《呼啸山庄》，也见不到如此让人头疼的现实。

这个有点卑鄙的小秘密的卑鄙还不至于此，还有更加让人意想不到的环节。人们能够看一下共同基金的操作过程，新的亮点还会被挖掘出来。

基金经理经常是不保本的，即使他们经营的是保本的基金。“保本”需要两个基本条件：一是，必须从该只保本基金的认购发行时购买；二是，必须持有资金满预定版本期限。两个条件不能同时达到，“保本”就形同虚设。一旦认购期过后，无论投资者在保本期限内何时间段购买该只基金，基金公司都不保证投资者的本金，只能按投资者赎回时的净值进行返还，简单来说，到那时该只保本基金就只是一只普通基金，没有任何保本可言。

基金一般设定了一定期限的锁定期，在中国一般是 3 年，在其他国家甚至达到了7～12 年，对投资者所投资的本金提供 100%或者更高保证的基金。这是通常人们对于保本基金的定义。可是这只是表面文章，我们前面已经说过，基金经理在判断市场上并没有什么特别的能力，这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



说法，从一开始就只是个空头的许诺而已，匪夷所思的是竟然可以被写进合同。让哈佛的刻板经济学家们看这一问题，也许他们会认为交易所的确一直很不靠谱。

不过，这正是共同基金招徕生意的第一种方式，也是最有效的方式。这就好像是一个推广活动一样，华尔街多数时候，这种近乎不负责任的推销一直在进行着。关于这种投资营销行为，攻击者很少。一来是因为基金经理在美国保持在小范围内，比如麦道夫的乡村俱乐部。另一原因是，基金经理并不能直接影响市场利率。因为他们的表现一直以来都比较低调。除去对冲基金，几乎像一个行动缓慢的巨人，这也很少引起经济学家和公众的激烈质疑。简而言之，这就是一个胆怯的巨无霸群体而已。问题是，这也是基金最好的伪装。

在赎回环节上做文章，经常掩盖不可告人的问题。即使满足了保本的两个条件，但保本期满后，净值却跌破了原有的面值，那么投资者也拿不到原本的100%本金。各只保本基金的规定不同，有的基金可以保证100%本金，但有的只能保证90%的本金。一旦出现上述的情况，对于投资者来说，选择保本基金便不能保住自己的本金，亏损也就无法避免。当然，在保本期限内赎回，就更是没有保本一说了。

保本基金毕竟为投资者提供了一定本金或收益的保障，对于不能忍受投资亏损、风格稳健和保守的投资者比较适合。但它毕竟是在熊市中推出的产品。在市场普遍认为牛市并没结束的时候，选择保守基金是不太明智的，但可以作为组合配置投资的其中一种进行操作。

第四节 投资指数基金赢在哪里

世界顶尖的投资大师，都对指数基金青睐有加。就以巴菲特来说，他的一条不成文的戒律是从不公开推荐任何股票和基金，但唯独指数基金例外。巴菲特曾多次公开推荐指数基金：在1993年至2008年的16年中，巴菲特曾有8次公开推荐指数基金，平均每2年就推荐一次。

在巴菲特1996年致股东的信中，他这样写道："大部分投资者，包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



括机构投资者和个人投资者，早晚会发现，最好的投资股票方法是购买管理费很低的指数基金。”在 2003 年致股东的信中，同样包含了“对于大多数想要投资股票的人来说，收费很低的指数基金是最理想的选择”的内容。此外，巴菲特在出席 2008 年度伯克希尔·哈撒韦股东大会时，在回答提问时曾明确表示了他对指数基金的情有独钟。

指数基金是通过购买一部分或全部的某指数所包含的股票，来构建投资组合，目标是使这个投资组合的变动趋势与该指数相一致，以取得与指数大致相同的收益率。其实理解起来很简单，这就是个用股票池子堆积起来的“山寨指数”而已。理论上，既然大盘指数可以看成是代表性的收益组合，那么只要根据每一种证券在指数中所占的比例购买相应比例的证券，长期持有即可。

这相当于说你看见华尔街的奶牛养得不错，依样画葫芦，也按类似的方法开始养殖一样。这种模仿，虽然不一定可以让你超过专利所有者，至少不会损失得太多。·

1971 年在美国庞大的机构退休金计划市场中第一次推出指数化基金，因为养老金显然很特殊，养命钱要求有长期的稳定收益。这时候聪明人就发明了这种山寨方式的股票管理方式。1976 年它被引入美国的共同基金业。到现在美国市场上的指数基金的资产大约有 4000 亿美元，约占美国股市总市值的 1/10。

大道至简。指数基金这种形式，抛开各种因素，意外的总是股神们优先考虑的形式。依照巴菲特的投资哲学，金融危机后短暂的低谷似乎更像是一个买进的好时机，投资指数基金则是首先的手段。到底是不是这样？现在的大形势下非专业投资者应该如何做？

巴菲特在与上百名宾夕法尼亚沃尔顿商学院学生的交流中，就和此问题相关的很多问题进行了解答。

巴菲特邀请了上百名宾夕法尼亚沃尔顿商学院的学生齐集一堂，讨论美国的政治、经济和金融问题：“和少数专业的投资者相比，这些投资者并不擅长发挥主观能动性，我建议他们守住价格便宜的指数基金。他们应该在一段时间内分次购买，因为他们没有选对基金的价钱和时机的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能力。他们需要做的是避开那些不好的证券和不好的价钱。这样他们拥有了一笔好的投资，当然也不能一次性地全部买进。”

巴菲特的全部关键词，其实落在一个便宜之上。的确，和其他的基金类型相比，指数基金的最大特点恐怕就是便宜了。相对于主动管理型基金，指数基金的优势之一就是费用低廉。对投资者来说，申购费率和赎回费率是两个重要的评价指标。一般情况下，指数基金的申购费率同样有前端收费和后端收费两种形式，不同基金公司、跟踪不同标的指数的指数基金的申购费率会存在一定差别；同时，不同指数基金的赎回费率也会有所不同。不过总体而言，它们的差别只是形式上，大同小异而已。

便宜而且能够山寨，这是指数化投资者的福音。对于没有多少天资和技术手段的人来说，这是指数化基金获得从普通人到股神青睐的根本。山寨，总是饿不死，也不会撑死。不过，真正的廉价指数基金的观点，也许更加惊人。这让人们从侧面验证了一件事情。指数基金长盛不衰的秘密，也许就在廉价本身。甚至这比通常想象的还要突出得多。

“22 年前，我开始以投资专业人士的身份，对那些采取积极管理策略的投资经理进行监测和评估。”美国一位投资人士说，到 20 世纪 90 年代中期，他开始转而成为约翰·博格尔、查理·埃利斯、伯顿·马尔基尔及许多其他投资家的热切信奉者，对他们长期所主张的投资理念深信不疑。大师们都认为整个积极投资过程是失败者的游戏。最后这位投资者相信，积极型投资基金的费用太高，人才太少，竞争太激烈。因此，从长远看，积极型投资经理难以超越指数投资。

上面这位美国投资者对于巴菲特本人和中小盘的罗素指数，表达了深深的不满，并且在文章的最后还认为关于指数基金存在各种陷阱和谎言。但落脚点还是集中在廉价之上的，“维持这个谎言可以为他们带来许多丰厚的收益。通过积极投资获得的收费及佣金收入，大大超过将被动投资的优势告知客户并对这个建议所收取的合理费用。即使那些从积极投资转向被动投资的理财顾问，也不会自行降低他们的费用。”这位自称是美国最大廉价指数基金的管理者说道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么哈佛的学者是怎么看这个问题的？学者们同样在这个观点上两极分化，但他们好像更关注细节。一类相信指数基金。马尔基尔尽管嘲笑一月效应是赔钱指数，但他本人就是先锋500指数基金的设计者。马尔基尔甚至认为，即使有瑕疵，但是这不妨碍指数基金的省时省力的特点。另一类则不然，他们反对经济学家们例如格罗斯曼和斯蒂格利茨的观点——“信息成本悖论”，认为在把研究成本纳入考虑范畴之后，竞争的加剧会促使掌握信息与不掌握信息的投资者的投资业绩趋于平均化。若现实果真如此，主动管理型投资者所做的研究分析就会快速演变成为一个自我击败的过程。

但对手认为，这种说法太复杂，脱离现实，基金投资者没有规模上的优势，还有谁会相信指数基金呢？

这些观点，总的来说，对于投资者都是一个建议。普通人，正如巴菲特所言，只要把握将指数基金定位于普通，不超大盘，自然可以吃得香，睡得好。这就足够了。对于普通人来说，这已经是一种优势和收益。说到底，就总的收益来说，这也许才是指数基金最大的赢利点。

第五节　排名越靠前的基金回报率越高吗

迈克是个著名的基金投资顾问，他认为基金业绩可以在一定程度上证明基金管理人的能力。不过，他相信，通常排名前10的基金并不可靠，它们很难长盛不衰持续辉煌。因此，他认为正确的选基金方式是从排名中等靠前的位置挑选基金，找出黑马。

这种观点，终于被金融危机所改变，2007年的下半年，迈克推荐给客户的基金没能成为黑马，却成了亏损最多的基金之一。2008年的一天，迈克能够停下来回顾过去忙于在不断变化风格、规模甚至基金经理的各种基金间挑选黑马时的经历，他有了新观点。迈克基金组合时总会配一些指数基金。这有两个好处。其一，指数基金选择的是全部市场，因此就不会出现全部选到错误股票的情况；其二，总是“满仓”的指数基金，也绝不会出现“踏空”的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



许多人通常按照想象，凭借名人的光环、以往的业绩来选择基金。通常排在前十名的基金，也是基民们扎堆的基金。即使在华尔街这种现象也很普遍。最典型的事情是，像彼得·林奇，长期成为人们追捧的对象。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司一直被看成是巴菲特基金投资能力的象征，人们宁愿付出极高的费率也要坚持在他那投资。即使是现在名誉扫地的麦道夫，他的一位大户在临终前对自己的继承人说：把钱交给麦道夫才能让他死后安眠于天堂。

追捧业绩好、排名靠前的基金，真的是好事吗？

理智的哈佛教授会告诉你，答案是否定的。这种观点早先已经被从萨缪尔森到曼迪罗验证。那些排名靠前，短期获得高增长率的基金，经常被人称作是明星基金和基金家族。

不过，也像流星一样，以美国经验为例，1991～2002年，包括混合型和债券型基金在内，那些排名靠前的基金通常也是被关闭最多的类型。甚至更夸张的事情是，每次当人们开始追捧一个共同基金的时候，这家基金距离生命结束也就不远了。

因为，不管从经济学还是投资的实践来看，基金本身的山寨本质，造成了一种宿命般得结局。就像山寨产品制造，本来的优势在于价格竞争的优势一样。明星基金一旦成功，立刻也就成为策略竞争的中心。其他业绩较低的基金投资者会毫不犹豫地仿制明星的做法。由于基金的投资方略多数有迹可循，从各种股票研究报告和信息披露中都可以找到，这意味着复制的难度和成本都极其低廉。这样用不了多久，随着投资者的涌入，必然带来管理费上升和资金规模成本的问题，这种山寨产品，就会因为价格竞争倒台。

基金从形式上看，在设计时的目标就是能够代表市场，这就意味着投资者虽然只买了指数基金，却相当于把整个股市中的每种股票按比例都少许买了一些。的确市场存在着一些短期涨幅惊人的股票，存在板块间的轮动。但是既然绝大多数人都无法把握这种短期机会，不如占有整个市场，分享经济增长带来的增长率。这样的结果是基金的竞争只能更激烈，除非该基金解散关闭。

更有意思的事情是，在关闭后。对于追捧者来说，他们面临两方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资风险，一方面是明星基金可能辉煌不再，为了保持业绩和竞争，砸盘的可能性越来越高。通常，在结束考核后，基金经理通常会采取疯狂的做空方式，抵制竞争对手威胁自己的地位，可这也就意味着投资者的账面价值将化为乌有。另一方面，那些因为封闭，只好转向普通基金的人，只能承担没有投资的风险和机会成本，这对于每个投资者来说，等于资金上已经产生损失。面临砸盘，那就更是风险加上风险，屋漏偏逢连阴雨了。

当然这不是最严重的，关键是让人想不到的是，经常排名靠前的基金非但没有好的回报率，倒是管理人从你那获得了高额的回报率。

第六节　历史业绩好的基金可以持续领先吗

元元是一位外企白领，从 2006 年年底才开始考虑投资基金，她是一个很看重历史业绩的投资人。为了安全，她选择将基金排名 3 个月、半年、1 年和 2 年的业绩进行排名比较，根据一些投资理财书的建议，她想至少找出排在前 10 名的，结果一找发现没有，就把条件放宽到了前 20 名，才选出了一只基金。

这个方法刚开始看起来十分成功。在之后接近 1 年的时间里，这只基金始终保持业绩出色，很多基金评级机构都给了 5 星的评级。但是，2009 年以来，这只基金评级虽然没有什么变化，可是 3 个月、6 个月和 1 年的业绩掉出了前 20 名，按照 2009 年以来的业绩来看，甚至已经跌出了 100 名。2009 年以来收益靠前的基金回报都在 80%以上，元元的这只基金回报在 60%左右。更让元元不解的是，甚至在晨星的网站上，一些被晨星评为 5 星级的基金 2009 年以来的收益只有 40%甚至更少。这种情况让元元开始怀疑投资理财建议的正确性来了。

参考基金的业绩，尝试选出一只或几只长期业绩优秀的基金，并且得到略高于市场的回报是可以期待的。但是仅仅选择一只某一时间排名前 10 名的基金，就应该做好这个基金接下来的表现排名落到后 10 名的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于投资者来说，选择领跑者还是优胜者？这是个大问题。马拉松竞赛里曾经出现过两种战略，一种是一直领先，一种是后发制人。前一种的首创者是第一届奥运会希腊的一个士兵，这位在赛场上为希腊王国获得唯一金牌的人，就是采取一直快跑的手段。其特点是，拉开距离，保证优势。后一种是拥有先天体质优势的非洲运动员的策略，他们总是紧跟，然后依靠耐力，最终拖垮对手。

马拉松的赛事历史证明，最初的领跑者往往都不是最终的优胜者。在基金的投资方面，这一点同样是成立的。通常它会伴随投资者 10 年以上甚至几十年。你开始试着以这个期限来考虑基金投资，那么 3 年业绩就不会再显得漫长和落后了，甚至看起来会有些短。

在哈佛投资学者看来，这个问题并没有触及事情的本质。在他们看来，这实际应该是问，基金的投资是不是有连续性的表现。也就是存在不存在市场上的坚持有效规则。因为基金只是一种股票池，所以这等于说这个池子是不是每时每刻都可能维持高收益。

显然，理论和实证研究否定了历史的说法。著名的基金经理彼得·林奇连续 13 年战胜标准普尔 500 指数就是一个经典的例子，因此“市场是可以战胜的”。但投资大师威廉·夏普对此的回应是，掷一枚重量匀称的硬币，正面朝上的概率为 1/2，连续 13 次正面朝上的概率多于一万分之一，有超过一万人同时参加掷币，每人一次，则几乎必然有一个人连续 13 次使得硬币正面朝上。同理市场上有超过一万名的基金经理，就几乎必然存在一个基金经理连续 13 年战胜标准普尔 500 指数。而市场中的基金经理很显然远远不止一万名，因此绝不能据此认为基金经理彼得·林奇是天才，更不能认为市场是可以战胜的。

罗伯特·杰弗里和罗伯特·阿诺特（1994）以及 Odean 和 Baber（2000）等人对基金经理的选股能力进行了实证检验表明，无论是选股能力还是择时能力，基金经理都不具有统计意义上的显著性。也就是说凭借历史证明领先的经理人还会领先这是靠不住的。这和凭借图形判断股市的走向的做法，一样被专家们嗤之以鼻。

在 2009 年 12 月 31 日，中国国内有 106 只基金的股票仓位在 90%以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上。博时新兴成长基金2009年12月31日的股票仓位高达91.36%，已比较接近95%的上限位置，与业绩比较基准中80%的标准股票仓位配置比例相比，高出11.36%，显示该基金对后市相当乐观。很多基金经理保持乐观的理由是：认为2010年上市公司赢利将增长30%。然而，当市场一有风吹草动时，他们就像羊群一样惊慌而逃，给股市留下一地鸡毛。多种迹象显示，股市的疲弱引发基金抛售，基金的抛售扩大了股市的跌幅，基金公司不但没能起到稳定市场的作用，而且加剧了股市的不稳定。

美国市场上多次出现过类似的大基金搅浑水的怪现象。他们经常在股市中崩盘的危急时刻逃离，导致市场出现更加严重的波动。即使在金融危机前的2007年，2000年的股市泡沫中，他们也同样不甘寂寞。一些著名的基金管理者受到美国证监会的警告，但其对市场的恶劣影响长期难以消除。

多数投资者没有意识到，经常那些历史业绩好的基金同时也是造成股市动荡的罪魁祸首之一。基金经理有时坦白说他们不具备择机而动的能力，不过随着人们的投资炒作，他们会为了排名和考核，随便的下注。其结果就是加倍的追涨杀跌，让股市一片混乱，最后人们经常发现，裸奔的只剩下投资者自己。因为基金管理者早已四散而逃。

不论以何种观点，做一个理性的投资者而不是痴迷于历史业绩良好这样的夸夸其谈，有助于投资者理性投资。正如伯顿·马尔基尔指出的那样，基金经理人的心智并不健全，他们随时会成为羊群，这种情况下，为了不雪上加霜，谨慎选择那些历史领先的基金，才是投资之道。

第七节　投资者为何无法坚持基金定投

两位教授经过数十年研究，通过对美国170名百万富翁系统地访问、调查，归纳出了成为拥有七位数身价的百万富翁的最好投资工具，调查显示，3/4的百万富翁买基金至少要持有五年以上。最稳妥的方式就是基金定投。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金定投是一种被美国百万富翁们青睐的基金投资类型，即“定期定额投资计划”，是基金申购业务的一种方式，投资者可通过基金的代销机构提交申请，在每月约定日从投资者指定资金账户内自动完成扣款和基金申购申请的一种理财方式。

只要做到每月固定投资，就足以使财富超越美国2/3以上的人，因为他们平常只想到消费，到老才想到投资。百万富翁大多都能量入而出，生活没有太多意外，稳定性是他们的共同特色。

哈佛投资大师伯顿·马尔基尔相信这是一种成熟而可靠的投资方式，省时省力，完全符合他所推崇的随机漫步投资法。

在华尔街流传着这样一句话：“要在市场中准确地踩点入市，比在空中接住一把正在落下的飞刀更难。”但从历年市场低点那些可怜的成交量就可以看出来，大多数人在风险类资产的投资不可能买在最低点。

基金定投使得投资变得十分简便易行，投资者希望获得的是长期回报，完全不必在每天晚上睡觉时为他所持有基金表现担心。它的好处也十分明显：其一，定投手续非常简单，客户只需到证券公司柜台办理一次，以后月月自动扣钱，使投资者购买基金变得方便快捷。其二，不用学习各种复杂的投资技巧。定投的投资者完全不必关心国家大事、股市走势，研究各种投资理论、阅读大量的报纸、报告，只需将资金每月按时在存入账户，便可轻松理财。其三，不须时刻担心股市涨跌。

定投是一种长期投资，遗憾的是，多数人并不是百万富翁，而是负翁。美国多数家庭的账户上的存款少得可怜，更别说投资于定投基金了。之所以导致无法坚持基金定投，主要是因为陷入一下一些糟糕的投资陷阱和误区。

第一类陷阱：因恐惧而暂停。当市场出现暂时下跌时，许多投资者因恐惧在下跌时停止了定投。这种情绪，经常出现在家庭妇女身上，甚至一些高学历的人群中。他们倾向于更加关心自己的利益损失，属于风险厌恶的类型。在出现短暂的缩水的时候，他们经常出于保本的考虑，暂停定投。只要坚持定投，就有机会在低位买到更多基金份额；长期坚持，平均成本自然会降低，从而无惧市场涨跌，最终获得不错的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1941年日本偷袭珍珠港，麦克阿瑟正担任美国远东军司令驻扎菲律宾。日军打了麦克阿瑟个措手不及。狼狈不堪的麦克阿瑟趁夜色掩护，最后丢下一句“我还将回来”的豪言壮语，仓皇逃往澳洲。1944年，麦克阿瑟重整旗鼓率军反攻菲律宾，近二十万日军被全部消灭。实现了他“我还将回来”的诺言。生活对他来说总是一场非常严肃、非常残酷、非常艰苦的斗争。而他却把失败的捕猎当作磨炼自己技能、增添对成功渴望的手段。这就是麦克阿瑟成功的秘诀。

投资者在艰难的市场环境下不妨想想麦克阿瑟的名言：“有绝妙的计划，必须不遗余力地实施，而且今天就做。”这对于普通投资者的启示就是，市场的规律本来就是涨涨跌跌，选择正确的方向，完全不要介意大盘短期的起伏和涨落。

第二类，因上涨而赎回，这其实是属于部分带有投机色彩的风险爱好者的通病。有些职业经理人出生的人，甚至记者和军人、自由职业者，他们喜好风险的程度超越普通人。这类风险爱好者经常会在基金定投一段时间之后，发现基金净值上涨，担心市场反转而选择了中途赎回，其实这样的做法也是与其当初进行基金定投的初衷相违背的，从而再次陷入了“短视投资”的陷阱。还是以麦克阿瑟为例，显然麦克阿瑟属于那种大胆的人，不是他的冒险，现在将看不到像横扫菲律宾的种种冒险活动。不过铤而走险并不是王道，最后这位大人物的晚年因为战争失败，过得十分不舒服。

以美国标准普尔股票价格指数进行模拟，1928年至2009年间，任意定投1年平均收益率为3.1%；而任意定投5年平均收益率为20.6%；任意定投15年平均收益率为90.5%；任意定投20年平均收益率为145.8%。不能忽略的是，有多少人真正能将定投坚持20年。

第三类，选错定投品种。首先说明一点，定投品种具有很大的区分性。不同的基金定投品种本身设计就是针对不同的人群的。一般情况，基金定投比较适合指数型或偏股型基金。长期看来，同类基金的长期收益率相差并不多。

定投平均成本、控制风险的功能不是对所有的基金都适合，债券型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金和货市场基金的收益一般较稳定，波动不大，定投没有优势。而股票型基金长期收益相对较高、波动较大，更加适合基金定投。一是有定期固定收入的人，将固定收入扣除日常生活开销，留下的小额剩余用来进行定期定额投资很不错；二是“月光族”，对于入不敷出的“月光族”而言，基金定投具有强制省钱、控制生活成本的效果，且门槛较低，长期投资下来往往有意想不到的回报；三是有子女教育、退休养老等长期投资目标的投资者；四是厌恶风险、没时间打理、缺乏专业理财能力的投资者，基金定投让他忽略市场波动情况。

第四类，对未来现金需求估计不足。许多投资者对自己未来的财务缺乏规划，中途下车可能离目标还有很远，尤其是股市有涨有跌，在股市低潮时急需用钱，就可能“被迫下车”遭遇损失。

最后，让我们回顾一下沃伦·巴菲特的名言：“一个人一辈子能够积累多少钱，不取决于你能够赚多少钱，而在于你如何投资理财，人找钱不如钱找钱，要学会让钱为你打工，而不是你无休止地为钱打工。”

第八节　股市大跌，杀基还是换基

在股市的最大跌幅面前，2008 年美国股市从 14000 点跌到 8579 点，跌幅达到 40%。对于无法承受的普通人，经常选择极端的方式对待。洛杉矶一名 45 岁的失业的金融业管理人员因遇到家庭经济困难，用枪打死了自己的妻子、三个儿子和岳母后自杀。越来越多的美国人变得很焦虑，特别是他们临近退休年龄或是有养老金在股市里；有钱在银行里的话，就会更加焦虑。一名 14 岁的小患者说：“我担心我的父母会破产。”

从表面上说在股市下跌的时候，基金似乎并没有受到多大影响。这从基金大肆招揽银行和交易所的失业人员就能看出。但按照哈佛的投资大师邓普顿的观点，此时也应该是最佳的收买股市的机会，显然在这个时候，基金已经成为鸡肋，不能自由赎回，挑选便宜货，对于广大的投资者来说这是失败的股市经营策略。显然，按照哈佛的投资大师的观点，他一定会去赎回基金中的股票，也就是“杀基”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这就是说，现在的表面繁荣下，正是基金开始走下坡路的开始。明智的投资者会选择毫不留情地通过挑选便宜货来为自己的资产保值增值。这显然是个萧条中翻身的大好机会。

索罗斯的行为，也许是对这种投资战略的调整应对而已。按照他的金融反射的理论，根本不存在真正知晓市场动向的人，股市的不确定性是一定的。这时候显然盲目寻找一批股票，是一种危险的投资行为，投资者所能做的只是挑选一下长期看来正确的策略型股票，才有可能成功。这相当于说把基金的投资方向做出部分微调，以适应捕捉那些羊群自动送上门的投资机会。

炒股就像动物世界的森林法则，专门攻击弱者，这种做法往往能够百发百中。任何人都有弱点，同样，任何经济体系也都有弱点，那常常是最坚不可摧的一点。在索罗斯眼里，利用人们的投资错误和集体行为，是一种投资的高明手法。而他则经常躲在背后，悄然移动方向。理论上说，这种策略也是有效的。因为有效市场的理论证明，股市的价格，牛熊界限的确是不可预测的。用市场分析师的图表做出的策略是不可靠的。

美国对冲基金大鳄乔治·索罗斯旗下基金管理公司公布截至 2012 年 3 月 31 日的最新持股变化公告。与 2011 年第四季度相比，该基金清仓了搜索引擎谷歌头寸，减持苹果公司的仓位，但增持摩根大通和高盛的股票仓位。

索罗斯基金的确一刻也没有闲着，他们的眼睛盯着的却是不断出现负面新闻的银行股票。高盛和摩根大通的股票相比几年前已经恢复元气，索罗斯正好看中了这些股票在大盘上的前景，这可能是他看到的股市新弱点。受到美国的金融援助的影响，银行正在恢复元气，但是风险，也许正是索罗斯冒险的开头。

回顾历史，1989 年，索罗斯基金增长 3365%。与标准普尔综合指数相比，后者同期仅增长 47%。此时，基金已增加到 3.81 亿美元，索罗斯本人也已跻身到亿万富翁行列。但令人遗憾的是，他的搭档罗杰斯此时却决定离开，而至今也不肯透露当初离开的理由。他的离开令索罗斯很失落。在随后的一年，索罗斯遭受到了他金融生涯的第一次大败。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



判断美国公债市场会出现一个较大的上升行情，于是大量向银行贷款买入公债。不料，由于美国经济保持强势，银行利率的增长远远超过公债利率。索罗斯所持有的公债每股损失了3%～5%，他的基金利润首次下降，幅度达22.9%。大批投资者弃他而去，同时带走了公司近一半资产，约1.93亿美元。

在索罗斯退休后，他的基金现在拥有大量现金，他们的基金池子里已经变现了大部分的基金。2011年量子基金宣布解散。这算是索罗斯最大规模的换手操作手段，与普通人的杀基手段不同，索罗斯的行为不会造成公司的任何损失，也不影响基金的声誉。相反这才是个新的开端。

对比两个顶级的基金管理者的策略，人们也许会得出不同的结论。可是有一点是两者共有的，不管是邓普顿还是索罗斯，他们似乎都不愿意在股票下跌的时候无所作为。单纯讨论杀基和换基，这种做法，本身也许都是错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七章
债券是不败传奇还是沉没陷阱

第一节　债券投资究竟是怎么回事

现在的大多数人提起投资的时候，总会首先想到股票。每天都要在繁忙的时候，紧紧盯着股票的每日K线图；在休假的时间，有时候会莫名其妙收到经纪人的电话；在亏损的时候，你感觉自己的生活好像被毁了；在每一次不好的大盘形势下，你总是在付出心血后，还要有巨额损失；即使自己赚钱了，糟糕的是，这好像给下一次大跌增加了更多的心理负担。听着报纸上不断出现的股市突发事件，心脏搏动的速度的确大受影响。

问题是，你是否早已厌倦了股票市场的高风险？你是否不满意银行的存款利息？你是否希望你的资产抵御通货膨胀而又不愿意冒太多的风险？你是否希望你的财富稳健增长而且可控？回答“是”，在一些明智的投资者眼里，这证明你的债券投资机会来到了。债券应该可以满足你以上全部的要求。

上面的劝说，也并非这个世纪的债券推销员的原创，虽然人们现在知道的最多的投资方式是股票。可是最早的投资方式，却是属于债券，最原始的债券是一种叫作永久银行券的凭证。属于财团联合签发。想知道债券的投资的好处，看下面的例子就可以清楚了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



举个例子，2008年北京某股份有限公司发行公司债券，信用评级为AA级，首次发行面额为100元，期限规定为5年，债券利率是8.20%。按照合约每年付息一次，兑付日是存续期内每年的7月18日。

假如你在2008年7月18日发行的时候按照面值100购买了该债，这只债券发行后在交易所交易，接下来5年你每年7月18日就会得到每100元面额8.2元的税前利息收入，扣除20%的利息税后，利息收入达到6.56元，而5年后的2012年7月18日，该债券到期偿付最后一期利息并归还100元的本金。此外由于市场条件的变化，这只债券基本上以高于面值的价格运行，甚至有时高达110元以上，你以高价售出，还可以获得价差收入，而买卖的费用很低，这样你的年化收益率甚至能达到10%以上。对于高等级信用债券，即使没有那么高的价差收入，你的买卖时机掌控也并不如意，但你获得的稳健的利息收入能达到税后6.5%以上也是相当不错了，长期来看足以跑赢物价，达到保值增值的目的。

和多数的其他投资类型比较一下，就可以知道债券投资是怎么一回事情了。债券不需要经过银行存款机构，就可以获得稳定的利息和本金。没有基金赎回的高昂费用，像股票一样可以自由交易赚取价差，却不用担心价格反转。综合以上，不难发现，在所有的投资类型中，债券投资的确是风险最低的一个。

没有人喜欢担风险，即便可能获得收益也同样如此。但趋同的厌恶风险心理之上，为了获得机会、收益和证明自己的机会，不同的人愿意就不同对象承担一定风险，抑制对风险的厌恶。

假如你打算按照面值买进后就不再积极买卖，到期你仍然可以得到本息。理论上说，国债，是一种最安全的投资方式，由于国家信誉的担保。人们通常认为国债就相当于长期无风险的投资产品。本息收益是稳定的、可预期的，虽然丧失了获得更高收益的机会。可没有风险的收益能让你的财富不断增长，你又何乐而不为呢?

国债这种类型，按照最早的哈佛投资理论家约翰·威廉姆斯的公式，这相当于一种现金流可以折现为无穷大的一笔固定存款。理论上，人们之所以愿意借贷，只是因为预期将来可以获得更高的回报。而债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的面值应该就等于这笔回报的现在的价格。否则没有人愿意借钱。在国债的基础上，市政债、公司债的信用和风险依次增加，当然投资的回报也会增加。

综合考虑资产配置上的失误、时机选择上的差别以及费用和税收之后，股票和债券的实际投资回报率经常有很大的差别。一个最明显的差别是，两个人一个投资国债，另一个投资股票，前者在股市出现震荡的时候到期，将收入大量的现金救济。后者则可能血本无归，彻底被套牢。

从 20 世纪 50 年代开始，巴菲特在 2008 年初还处于世界财富榜的首位，可是经过 2008 年的金融危机后，到了年末，他的财富缩水 25%，大约损失了 163 亿美元。索罗斯在 2008 年第二季度竟然投资了一家快要倒闭的投资银行——雷曼兄弟公司，结果 1.2 亿美元的真金白银就这样打水漂了。比尔·盖茨财富缩水 120 亿美元，相当于其总资产的 40%；沃尔玛家族损失 211 亿美元，相当于其总资产的 19%。

2008 年，债券投资大王比尔·葛洛斯。葛洛斯带领的团队在 2008 年净赚了 17 亿美元。为什么呢？当金融危机到来时，股市大跌，资金出逃，再加上利息下调，债券的优势凸显，债券市场必然是红红火火，特别是那些优质的国债和公司债券，甚至有些公司债券的收益率超过了两位数（即使是股票也很难达到这样的收益率），这些债券的信用级别都是 A 或者 AA 以上的投资级的债券，这可以说是最具吸引力的投资了。

通常，正像华尔街分析师的经验：风险是很难预期的，要么高估，要么低估，总是在事后抱怨错过了看上去并不怎么吓人的风险机会……

任何投资都是有风险的，这可能也就减少随之而来的各种收益。通胀凶猛，寄望储蓄保住财富的想法自然不切实际；股市及关联的基金投资虽然可能实现高收益，却是以让投资者们心惊胆战的高风险为前提的。这个时候为由安全第一才是投资者的王道，能够准确衡量风险的程度的债券，显然是风暴中最好的避风港。

债券的投资需要一定的策略和技巧，这当然可以提高投资的平均收益水平。即使你不采用任何投资策略，只要购买并持有直至到期，你就一定会得到本息，避免了时机选择等操作失误可能带来的损失。此外在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



柜台买卖债券的费用往往体现在买卖差价上，在交易所买卖债券的佣金远远低于股票的费用，而且交易债券不必缴纳印花税。

期盼投资者都成为巴菲特或彼得·林奇，或者短线高手，是极其不现实的。没有投资经验的投资者不妨尝试债券投资。入市交易的债券通常需要达到一定的信用等级，尤其是政府发行的债券，更以安全性著称。可以说，被称为固定收益投资的债券投资，其收益率和风险系数居于储蓄、股市投资之间。

此外，利率波动、资金供求、调控政策的变动等因素，还会导致债券价格的变化，给债券投资者带来资本以外的额外收益。债券作为到期还本付息的债权债务协议，持有债券到期就一定能够获得本息，具有偿还性、安全性、收益性和流动性等特点，其收益稳定高于银行储蓄，基本上能让投资者跑赢通胀。这种情况下选择投资债券的确是一种正确的选择。

第二节　债券何以被忽视

关于投资管理公司债券承销者的一项调查发现，仅有38%的金融顾问认为他们对固定收入市场足够了解。而接下来的一个问题更是揭示出即便是38%。这个数字也存在很大的水分。仅仅只有27%的金融顾问了解“债券久期”的准确定义。“久期”听起来似乎和时间跨度有所关联，而债券久期是用来衡量债券利率风险的工具。

在美国乡村俱乐部的鸡尾酒会上，金钱是谈论得最多的话题。曾经的殖民地新英格兰，陈设的早期美国家具，可以让来宾感受到盎格鲁—撒克逊先祖的气息。酒会上的客人们什么都聊，从新的度假村到对总统的看法，无事不谈。而房地产经纪人最爱搬弄是非，喜欢谈离婚后续偶、迁居之类的闲话。多数情况下，话题最后还是会绕回到财富和投资上来：邻居的财富现在到底有多少，谁又在房市中大捞了一笔，谁手中有巨额的对冲基金。只不过极少听到有用高级香水的客人们谈到债券！

尽管美联储每天都在按照国债的利率摆动美国经济的指针。国债是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一切金融活动的中心，风暴和利好都从这个地方开始，不过美国人对于债券的了解，却可以用贫乏来形容。

2008年秋季次级债券的崩溃让美国人第一次想到生活中居然还有债券！这些债券似乎适合“垃圾”这个名字，甚至它的所有者也毫不关心。《华尔街日报》就许多富有的债券所有人做的一项调查显示，只有很少的人知道利率上升时债券价格下降，反之亦然。

在这些人看起来，债券很复杂；债券市场不透明；信贷风险难以预测；债券交易的手续费不易计算；更根本地来说，债券的许多特征不直观，其中包括利率和债券价格的逆向相关关系——自哈佛大学的威廉姆斯提出这一观点以来已经整整80年。这个关系比股票风险定价公式还早出生十几年，知道的人还是寥寥无几。这纯粹是心理作用的结果。债券最多被看成是一种失败的资产类别。

这种忽视究竟该如何解释呢？除去心理上的原因外，至少有几个原因造成了人们习惯性忽视债券，甚至在华尔街崩盘后，还无法找到失败的方向。有些投资者除去慨叹外，现在才发现债券是个宝贝。

首先，国债是信贷紧缩时期少有的安全资产之一，但是无风险也就意味着某种程度的损失，比如你可能放弃了高收益的好处。在债券发行存在竞争的时候，这一点就更加明显。利率上升时，市场上新的债券的收益高。要出售手中债券的话，就必须做出一些牺牲，那就是降低债券价格，当债券到期时，买方会获得比付出的价格更多的收益。或者，更简单地说，你的债券能产生一定收益，利率上升时，新发行的债券的收益将更高，没人再愿意购买你手中的债券，于是债券价格最终下跌。

债券很无趣，没有吸引力，它不会像股票一样猛然上涨。信贷紧缩前，媒体只谈论股票，从不关心债券。正是由于缺乏了解，缺乏兴趣，导致我们在投资债券时无从下手。所有债券都大同小异，既然收益都不高，何不选择高收益债券呢？进一步他们选择了次级债，甚至转向股票。总之，低收益在人们风险需求下降的时候，选择性地让人们离开债券投资。

其次，即便有适当的债券配置，债券的投资组合中还是不够分散化，这方面的无知，常常是人们在技术无能的情况下，放弃债券。固定收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资产的多样化要比股票的多样化还要重要，原因是债券与股票不同，债券一荣俱荣，一损俱损。投资者可能不明白持有不同类型的债券。

这是个人投资者在债券市场遇到的实实在在的问题。单靠一己之力是无法办到的。单个的债券价格昂贵，不好交易，除非你十分有钱，不然很难使债权投资多样化。就算你很富有，测算债券实际价值的工作也是项艰巨的任务，更别提独自进行信用分析了。

雷曼兄弟公司在破产前五天仍然得到了“A”的信用评级，大部分个人和机构投资者包括雷曼兄弟公司自身在内都未能正确评估雷曼兄弟公司的实际信用风险。要避免重蹈雷曼的覆辙，同样要求做到投资多样化。而最简单、最有效的办法就是，通过共同基金或是多行业的债券型基金实现多样化，它们既能分散债券市场的风险，也能帮你进行信用分析。

最后，有的时候，个人投资者的口味，让债券投资丧失了某种活力。自然大家都不再选择投资债券。他们倾向于按照债券的面值交易。比方说，某一债券的利率是5%，其面值是1000美元，交易时也是1000美元，这就称作平价交易。

晨星公司固定收益策略部门主管埃里克·雅各布森说：“投资者喜欢整数，因为整数简单易懂。而且他们喜欢以平价来购买债券，总是避免溢价或是折价交易。”平价购买债券便于投资者跟踪投资走势，因为有明晰的投资起始点。这同样使投资者更容易被专业的债券交易商蒙骗，业内人士对投资者习惯平价购买市政债券的倾向了如指掌。渔夫们利用鱼总往光亮的地方聚集的习性在夜间捕鱼，与之相同，债券业内人士也利用散户们对平价债券的钟爱而大获其利，这部分投资者就是他们捕获的“肥鱼”。

债券的评价交易导致一种奇怪的接力棒形式的买卖行为，国债卖给地方，地方卖给公司，公司最后卖给个人。即便是平价购买，这类债券都极不稳定，因为它们依赖于利率的走势。业内把这种不稳定性称作“易赎性”，因为这类债券随时可能被赎回。雅各布森说：“个人投资者购买的平价债券看起来既稳定又简单，而它的风险极不稳定，完全不适合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资组合。”个人投资者应该杜绝对平价债券的盲目追捧，三思而后行。

这样为了规避风险和成本，结果是只有规模越大的人才可能投资债券。多数人对它再也不会关心。无论是多精明的个人投资者也无法得到债券的信用分析等信息，无法估算债券的适当价格。综合这些因素，债券投资还是得靠专业共同基金管理人。但是鉴于他们最近的过失，你还敢相信这些专业人士吗？你还敢把自己的钱交给他们处置吗？

要突破这道心理防线还很难。正是因为以上诸多原因，到现在，债券交易在美国和世界上的大多数地方，都是一种被广泛忽略的存在。

第三节　为什么被债券困扰

20 世纪 50 年代末，李永权考入中国香港中文大学，因对探讨社会和人生的兴趣，他决定选修社会学。越战结束后，他无法拿到奖学金到美国留学，这令他感到发展受阻，任职助教几年后便辗转其他行业，最后成为一名期货经纪人。在推动中国香港零售债券推动方面，李永权做出了突出贡献。1998 年首次以全新的发行机制成功发行了零售债券，之后更发展到了网上认购等方式，令中国香港债券市场的发展更加深入。2004 年 5 月正式出台了 200 亿港元的零售债券发行计划。

1995 年，李永权获选为中国香港资本市场公会首位华人主席，其后机管局、地铁、“五隧一桥”也成功发行债券，令中国香港的债券市场逐步形成。李永权也赢得了“中国香港债券先生”的美誉。

在中国香港，债券被看成是上层阶级必有的资产，那里的投资管理者认为：若一个人的投资组合一半是股票，一半是债券，则可“富过三代”。李永权白手起家的致富哲学是：“一个人端正做人的态度，再努力，自然会走出一条路。股神巴菲特说得很对，为子女留太多钱，只会剥削他们在争取成功过程中的乐趣。”

世界上的债券中心，在 1998 年以前，主要集中于美国和欧洲、日本。像“香港债券先生”这样的人，可以说是债券世界的另类。个人承销债券，由于其不可思议的复杂计算方式，经常成为不可能完成的任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



换言之，在个人承销业务没有被广泛推广之前，这种方式一直被看成是困扰。在香港这个地方，以单人独马的力量，建立一个庞大的债券市场，不论怎么看都是个奇幻色彩的行为。

“美国政府国民抵押贷款协会发行的债券基金的投资者们，根本没有意识到债券市场的波动已经变得多么巨大，他们被的‘100%由政府担保’的广告打消了所有疑虑。不错，他们是对的，这些债券政府担保肯定会支付利息，但这并不能保证他们购买的这些债券基金在利率上升而债券市场下跌时基金单位净值不会下跌。”这样的彼得·林奇的预言，看上去并不显得另类。在进行一番警告后。金融危机让一切危机都暴露出来。两房的债券几乎成为所有投资他们债券人的噩梦。

在2012年，同样打开财经报纸，再一次看利率上升0.5%，债券基金净值的变动可能比十年前还要大。如今的投资者已经能够明白彼得·林奇的苦口婆心。在“香港债券先生”安然推广债券的时候，基金的波动幅度就已经跟股票基金一样剧烈。只不过，历史真实地证明和再现一个事实，利率的波动既让聪明的投资者从债券投资上获得了丰厚的回报，同时也让持有债券更像是一场赌博。

从根本上说，你不可能将这种困扰看得无足轻重。投资债券时，高利率迫使债券持有人做出权衡：继续持有，直到债券到期。但是要忍受低收益率；或者折价卖掉。你是风险厌恶者，那么货币市场基金和银行是比较适合你的投资场所，否则，无论你投资其他任何金融工具，都会面临风险的困扰。这种安全和收益之间的两难，一直是困扰债券投资的最简单、最核心的部分。

华尔街在次级债风暴出现的时候，表现出一种完全无法应对的陌生感。仿佛债券投资是天上掉下来的一样。也许彼得·林奇和哈佛的投资家们，甚至凯恩斯都打算嘲笑一下市场的无知和健忘。在十年前，最著名的违约事件是华盛顿公共电力服务公司和其发行的声名狼藉的“Whoops”债券。99.9%的债券得到清偿，不过剩下的部分是违约之外还有其他情况会导致债券投资者遭受损失。让一个投资者考虑一下，通货膨胀严重的时期，一直持有一只息票率为6%到期时间为30年的债券的实际投资损失会有多大？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1972～1974年间股市大跌时百斯顿公司的股票从9美元跌到4美元，Teledyne公司的股票从11美元跌到3美元，而麦当劳的股票则从15美元跌到4美元。可是同时期债券市场上却诞生出垃圾债券大王米尔肯。同样在此次的金融危机后，人们突然发现，那些经营国债和其他可靠的债券的公司，他们的收益率却开始达到历史的高位。投资者争相涌入曾经凋零的国债市场。

这两类矛盾的事实，总是在牛熊交替的市场上给人们意想不到的冲击。有些投资专家开始相信，这本身就是债券投资的特点之一。

毕竟从已知的各类条件中，人们无法得出债券市场的总体风险低于别的市场的结论。理智的经济学家们赞同在竞争的作用下，债券市场和股票市场一样具有风险和交易上的成本。由于两者在这方面的区别，才构成了两个市场。可以预料的是，除非债券市场消失，否则人们只能不断接受债券困扰之类问题的挑战。

第四节　债券回购是如何运作的

一般的关于回购的教科书内容是这么介绍债券回购的：债券回购可分为逆回购和正回购，逆回购是资金融出方，投资者以牺牲资金的使用权获取利息收益，而他的对手方就是正回购，即资金融入方，以支付利息来获得资金的使用权。作为回购交易的两方，通过债券凭证作为质押物，由于在交易所上市的债券有好几百种，价格、到期时间、风险各不相同，交易所为了方便业务开展必须把每个债券按照一定比例折算成标准券，作为统一的质押品。

运用杠杆方式获得更高收益的投资方法，投资者先买入信用债，按照一定折算比例质押入库后通过正回购拆入资金，然后再次买入信用债，再次质押入库后做正回购拆入资金，继续买入信用债。由于回购会到期，投资者需要不断滚动地进行正回购维持杠杆，不想继续持有债券了，理论上先得清算回购资金后才可以卖券还款，因此投资者一般不能把所有资金都用于债券和回购杠杆交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通过滚动操作的方式放大几倍杠杆，投资者可能获得更高的收益，赢利主要在于债券收益率和回购利率的差值。比如目前7天回购利率为3%～4%，而债券的收益率在6%左右，中间有2%～3%的利差，投资者运用了3倍杠杆，就获得了3倍的利差收益。另一方面，债券价格上涨，3倍杠杆还能获得更高比例的债券增值收益。

以上是一位债券投资的专业人员所经常介绍的债券投资操作的过程和定义。不过对于普通人来说，这样的描述无异于天书。其中像回购、到期日、杠杆利率，利差等说法，具体操作的缘由，即使去问一些华尔街的债券投资人，也是一头雾水。这样岂不是从糊涂开始，以糊涂结束？

要真正理解债券回购，其实本来应该是一种十分有趣的和有历史的智力活动。这里，我们就向大家解释一下回购，到底是怎么操作的。

要理解回购，首先要从一种简单的借贷活动开始。通常人们借钱是可以求助银行和信用卡的。信用卡也可以透支，不过超过还款期，就会产生相应的罚息和利息。人们一般很少对此做深入探讨，多问一个为什么：银行为什么在约定以外的时间要多收利息，加上利息，我们实际支出的借贷成本增加了多少，这样浅显现象内在理由是什么？

当然，你是借贷者，一定会回答说，这是因为超期后自己的钱本来可能的收益出现了部分损失，个人完全可以用这笔钱多消费甚至再借另一个人。这意思是这笔罚息看成是你承担收益风险的补偿。为了抵消风险，你需要较高的利息。

回购，其实就是这种利息差的票据流通过程。一个拿着某种债券，比如国债10个月的票据，此人认为接下来几个月利率可能下跌，自己的收益下降，自然他会选择卖出票据。相反另一个票据市场的人则可能认为会上升买下这笔票据。等到10月票据果然下跌，这时候显然买者要多付出一定的利息，这个时候他付出一定代价。假如11月后国债利率再度上升，此人决定再次买回自己的债券，这时候，某些商业票据，比如本息票之类的就可以用收回的方式进行。

作为资金拆出方的逆回购者，基本是没有风险的，比如当日进行了一笔10万元的逆回购交易，次日（确切说是当日清算后）可以看到账户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



里有10万元标准券的数量，这就是质押物。进行的是1天的逆回购，那么第二天资金就可以使用，但不能划转，要等当天晚上资金清算完成后，第三天才可以划转。而作为资金折入方的逆回购者，在资金折入当时即可使用这笔资金，而第二天资金就被冻结，当天晚上资金就会清算给对手方。

上海的一般债券回购主要是1天，2天，3天，4天，7天，14天，28天和91天的期限类型；深圳主要是1天，2天，3天和7天。从交易情况看上海回购要比深圳更活跃，1天、7天品种相对更为活跃。回购手续费一般和回购日期有关，上海1天回购，1手（10万元）手续费是1元；2天回购，1手手续费是2元；但7天回购，1手手续费是5元，其他更长日期的品种手续费与其日期相对7天的倍数相当。

这是简单的回购，是中央银行的回购市场，则要复杂一些，因为中央银行根本没有现金，它只能通过商业银行的票据来充实自己的账户资产。这就出现了一种的只有票据流通的市场，在这个市场是只有纯粹的资金账户划转，不可变现。在这个意义上，国债的流通性甚至好于现金。不过因为这个市场太过敏感，也经常导致国债的长期债券，更加受到欢迎，这个时候，利率的冲击将被时间侵蚀掉。央行发行永不赎回的债券，这样也就等于根本没有任何风险和利息收益的负担。美国财政部因为这样的原因最终停发可赎回的债券，所以目前的赎回仅仅是商业银行和公司间债券的勾兑市场。

通常情况下，债券在其发行不久后即可赎回，其赎回价值略高于其发行价——比如，只有5%。这意味着，当基准利率出现剧烈的波动时，投资者必须自行承担其负面的冲击，但是几乎无法使自己获得有利变化带来的好处。

美国煤气和电力债券就是一个典型的例子——期限100年，票面利率为5%。该债券于1928年以101美元的价格向公众发行。4年后，在恐慌的氛围下，这一优质债券的价格跌到了62.5美元，收益率为-8%。到了1946年，经过一轮强劲反弹后，此类债券出售时的收益仅为3%，因此其5%的利率的对应价格应该接近160美元。但此时，该公司利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其赎回条款，仅以106美元的价格将其赎回。

这种债券发行合约中的赎回条款，几乎是公然宣称："我总是赢家，而你总是输家"。在其问世很久以后，债券购买机构开始拒绝接受此种条款；近年来，大多数长期高息债券通常禁止发债机构在其发行后的10年，乃至更长的时间内赎回该债券。这种做法仍然会有碍于债券价格的上涨，但已经比较公平了。

从现实的角度来说，我们建议长期债券的投资者宁肯利率低一点，也要确保其购买的债券是不可在短期内赎回的，其赎回期应在债券发行20～25年以后。同理，折价买进低息票率债券，要比购买息票率较高但大致按票面价发行，且短期内即可赎回的债券更为有利。因为，折扣部分（例如，息票率为3.5%的债券，按面值的63.5%出售时，其收益率可达7.85%）足以保护赎回行为造成的不利。

第五节 债券投资真的是万无一失吗

2008年3月，保尔森告诉国家公共广播电台，在次贷危机袭来之前，"我们经历了六年坚实的经济增长"。2008年9月，当金融市场濒于崩溃、保尔森抛出巨额援救计划之时，200位经济学家，其中许多来自哈佛大学、芝加哥大学、麻省理工学院，并有不少诺贝尔经济学奖获得者，在一封公开信中向国会警告说："尽管遇到了麻烦，但是富有活力和创新精神的美国私人资本市场给国家带来了空前的繁荣。为了平息短期扰动而彻底削弱这些市场是极为短视的。"

现在看起来，保尔森这个哈佛出身的大投资家，身兼高盛前总裁和美国财政部长的光环的人。多少已经成为债券危机和美国华尔街的一个时代象征。其实危机比人们想象的要漫长的多。债券投资的系统性风险，也比大家想象的要累积的更长。

从2000年3月开始，一系列糟糕的公司利润报告引发股价持续大幅下跌；到2002年9月标准普尔500指数和纳斯达克指数分别比2000年时各自的峰值下降了46%和75%。股市崩盘使经济失去了动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2000年7月1日至2001年6月30日之间，美国GDP、投资与实际总报酬（就业人数乘以实际工资）均为负增长，比战后任何相应时期下降得都要迅速。同时，2000年产品与服务的实际出口引人注目地增长了8.7%，而到了2001年增长率却急速下降到-5.4%。

债券市场上的鬼影则早在那时就已经出现。为了实现经济复苏，美联储小心翼翼地降低抵押借贷游戏参与者的标准，扶持新兴的次级贷款和其他非标准抵押贷款市场，这些贷款专门面向那些无法满足优质或标准贷款要求的购买者，让更多的人进入房地产市场。美联储采取了特殊手段，将1%的联邦基金利率维持了整整一年，而后才开始缓慢而谨慎地调高利率。正是美联储的短期利率政策决定了绝大多数次级抵押贷款的利率水平。

2003年中，就在美联储最后调低利率前后，美国房地产经纪人支付能力指数达到此轮经济周期的顶峰，但是自那以后，经过短暂的波动，这一指数持续急促下降至今。更为重要的是，首次购买者的住房支付能力已经在减退；以这些人的收入中值按照一般的利率和期限所能购买的住房，不到所有住房价格中值的90%。

到2004年2月，格林斯潘直接建议到，“贷款者能够提供更多种类的抵押贷款，而不仅仅是固定利率抵押贷款的话，美国人将会从中受益。”正是为了让所有人都注意到这条建议，格林斯潘进而为可调整利率大唱赞歌，而这种利率刚好影响着80%～90%的次级抵押贷款，但只会影响不到20%的优质抵押贷款。

从此，次级债的方案开始有效地增强了美国的风险，最终让那些推销接受次级债的公司也开始遭殃。发起而后分销，即金融体系操作抵押贷款的新做法。抵押贷款的发放者——包括那些专做次级贷款的发放者，比如新世纪金融公司，或者多种贷款的全国性发放者，诸如花旗集团或是全国金融公司——不再像过去那样，发起抵押贷款主要是为了持有它们以从偿付的利息中获取利润。在新的模式中取而代之的是，经过独立抵押贷款经纪人的帮助，发放者把抵押贷款卖给投资银行，并通过收敛费用赚取利润。

投资银行将数以千计的抵押贷款转化成为由住房抵押贷款所支持的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



证券（MBS），然后这些证券继而卖给投资者、养老基金、保险公司、地方政府、对冲基金等。依靠对这些证券的所有权，投资者将会从支持或担保这些证券的利息和分期偿付中按月获得支付。

这基本上就是债券市场崩溃的网络构成过程，也是传说中的影子银行体系构成的全过程。2007 年 2 月穆迪经济网首席经济学家马克·赞迪已经做出评论，“表现不良的抵押贷款证券可能促使人们根据风险迅速地重新做出估价”，“考虑到全球债券市场微薄的回报率，这种事发生的可能性之高令人不安”。

抵押支持证券的投资者很大程度上转向资产支持商业票据市场来融资，可以肯定，借贷成本的预期增加将深刻地影响 CMO/CDO 市场，并且后者反过来也会影响前者，这是因为资产支持商业票据市场的投资者把他们的贷款建立在了 CMO/CDO（前者是中长期抵押贷款，后者则是短期债务）市场泡沫的基础上。结果，CMO/CDO 同时受到双重挤压。

2007 年上半年，利率意外地上涨（或者说并未按预期那样下降），并且随着房价的下跌，次贷发起者大批破产。投资 CMO/CDO 的机构将受到沉重打击，这只是时间问题。贝尔斯登和瑞银支持下的对冲基金是首批殉难者。

但是就在这些对冲基金破产的 2007 年 7、8 月份，资产支持商业票据市场一下子就枯竭了，CMO/CDO 市场也崩溃了。

考虑到市场对极低借贷成本的依赖，以及担保这些证券的实际内容——大幅高估的住房，名义上由非标准借款者所有，他们买不起住房并且一旦房价停止上涨就根本无法偿还抵押贷款——市场怎么会不崩溃呢？

债券市场的风险实际一直存在。在没有股票市场的时代，一张超额的银行券经常导致一个国家破产和延续不断的战争。奇怪的是，居然到现在还有人认为债券投资的市场是绝对安全的。这不是迷信，而是简单的无知。当人们回顾美国二级债券市场的崩溃史，重要的也许不是关于债券市场的安全性的，而是人们心中的债券理解到底是不是安全的，否则，利率操控下的债券崩溃还会再来，而不是成为历史。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六节 债券基金肯定不会赔钱吗

一般说来，只要涉及投资活动，就一定会承担风险，只不过承担风险的大小有区别。基金的净值不可能总是向上，即使基金管理者能够事先对市场利率以及资金供求状况做出判断，及时调整债券资产的组合，以回避利率风险，但是凡事无绝对。

例如债券基金是一个收益相对稳定、风险较低的品种，具体表现就是债券基金的优值波动比较小。因为面临着利率风险，利率风险回避的前提是对利率走势有一个正确的预期，也许专家更有把握些，但也会有犯错的时候，当基金净值低于买入时的基金净值时，就可能受到损失，至少是账面上的损失。投资债券基金也不例外，只能说投资债券基金的风险比较小。

以上内容选自中国证券业协会编印的部分行业材料。按照这个材料的说法，债券基金肯定不会赔钱是一种子虚乌有的说法。这类材料和美国证券协会的警告大同小异。

问题是到了实际操作上，比如债券基金的承销部门那里，这些材料却被悄悄撤掉。几乎所有的债券基金的推销员都好像健忘，在银行推销员宣称某种贷款毫无风险的时候，现在改成某债券基金毫无风险。这大概是次贷危机后最奇怪的事情了。哈佛的投资家们可能懊恼地回应：这两者有本质差别吗？

债券基金，本质上并不是什么债券，而是集成了债券市场和基金市场双重风险的一种投资类型。百分之八十以上的基金资产投资于债券的，为债券基金。由于所投资的对象不同，就造成了它们潜在的收益和风险的配比不同、收益稳定性不同、费用不同。债券基金主要投资于固定收益类证券，可以获得稳定的利息收入，因此潜在风险比较低。相较于股票基金，债券基金从基金资产中扣除的费用较低。由于债券投资管理不如股票投资管理复杂，因此债券基金的管理费、托管费等一般也相对较低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这当然都是债券基金的优点，不过这和债券风险系数高低没有直接关系。债券基金的风险，完全适用于我们关于基金风险的评价。根据以往的研究证明，规模大的基金并不能战胜市场。而在债券市场上，通常也是规模越大，风险越低。所以，债券基金的优点应当是规模效应而不是其他。

不过，这是不考虑基金排名的压力的说法，考虑到没完没了的竞争。这些大规模的基金可能同时也是砸盘最为兴奋的一类。因此在你幻想获取长期稳定收益的同时，也应该考虑到这是个艰难的选择，因为显然，即使都投资于国债的基金，仍然可能冒险砸盘，让你的债券在无声无息中受到巨大的损失。

2012年5月份开始，中国银行间市场推出买断式回购，从运行情况来看，也一直比较稳定。创业证券固定收益部总经理王卫相信，在多了这个新的工具之后，市场可能会更加活跃，多空双方的争夺也可能更激烈。他坦诚说，“这样会增多投资机会”。

南方基金管理公司债券经理李海鹏认为，这对债市的发展将产生非常积极的影响。他认为，中国交易所推出买断式回购，也是对银行间市场开展的买断式回购的呼应，有助于完善债券市场体系。中国现存的银行间市场进行买断式回购的主体以商业银行为主。中国的二级交易所市场投资主体则比较多元化，总体而言，两个市场的业务规则也各有特点。因此，适时在交易所推出这一创新品种，有望在更广泛的范围内提高投资者对买断式回购的接受和认同度。这对于市场下一阶段的持续创新将有积极作用。这个新创举降低了国债回购风险。通常世界上的买断式回购包含卖空机制，因此，新交易工具会否给债市带来额外的风险也成为人们关注的焦点。另一位投资专家则认为，短期内对市场应不会有什么冲击。依照他的个人判断，在开设初期，买断式回购的最长期限可能会有所控制。作为新的交易产品，初期的成交也不会特别大，总之对市场不会有太大的冲击。

稍微了解一点债券市场的投机策略，例如买空卖空、买断回购等手段。也许许多人就不会相信什么债券基金安全的谎言了。在债券市场价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格波动较大的时候，一旦出现投资的债券市场价格低于买入价时，债券基金的净值出现下跌，短期内投资债券基金就可能会出现赔钱。只有在债券付息积累到一定程度完全可以抵消债券二级市场价格波动的损失时，投资债券才不会赔钱。

此外投资债券基金还要防范更加严重的基金失败。通常采取主动型投资的基金表现要比指数型基金差一些。在这种情况下，理论上，存在一种理想的债券投资指数，应该是可以取得超额利润的。

这种理想债券指数基金一直也在一些发达国家的市场上徘徊。美国的债券指数基金基本是寡头垄断的局面。美国债券指数基金市场没有出现百家争鸣的局面，少量的债券指数基金被牢牢地掌握在几家大型的基金公司手中，这与债券指数基金操作复杂，成本高昂不无关系。在统计到的 35 只普通型债券指数基金中，有 11 家基金公司的产品，一共管理 970.49 亿美元的资产。这些基金公司的市场份额差距十分明显，前三大的市场主导者分别是先锋基金，富达基金和 Dreyfus，这三家的资产规模就占全部市场的 94.46%。

美国的债券指数本身成本极高。尽管美国市场上曾经发行了一种通胀指数债券基金，专用保护国债。但这个债券的实际收益率只有 2%左右。这导致在这个市场上任何的指数上的偏差都可能带来巨大的反应。而与之相比，中国市场上的债券基金则正好相反，本身就不是严格的指数贴合的方式。这无形中也带来各种风险。因此，在人们向你推荐只赚不赔的债券基金的时候，千万要小心。

第七节　如何衡量和评估债券的投资业绩

1902 年，穆迪公司的创始人约翰·穆迪开始对当时发行的铁路债券进行评级，后来延伸到各种金融产品及各种评估对象。

穆迪本是一个在华尔街“跑龙套”的年轻人，当时每月只有 20 美元的微薄薪酬。某天早晨，他突然冒出一个绝妙想法：随着无数家公司接连上市，人们必然无从对所有公司的财务状况都了如指掌，那就必定需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要有人以出版行业指南的形式把这些公司的经营状况告诉投资者。“当这个想法袭来的时候，我毫不怀疑它将给我带来一座金矿。”约翰·穆迪后来在自传中回忆道。

约翰·穆迪在1909年出版的《铁路投资分析》一书中发表了债券资信评级的观点，使资信评级首次进入证券市场，他开创了利用简单的资信评级符号来分辨250家公司发行的90种债券的做法，正是这种做法才将资信评级机构与普通的统计机构区分开来，因此后人普遍认为资信评级最早始于穆迪的铁道债券资信评级。

有人评价说：“我们生活在两个超级大国的世界里，一个是美国，一个是穆迪。美国可以用炸弹摧毁一个国家，穆迪可以用债券降级毁灭一个国家，有时说不准谁更厉害。”需要纠正的是这话的原创者是美国一个记者约翰·林和，并不是大名鼎鼎的弗里德曼。至少，从这句带有煽动性的话中，人们可以看到债券评级的威力，乃至债券业绩评价的重要性。

债券信用评级，是以企业或经济主体发行的有价债券为对象进行的信用评级，依照按期还本付息的可靠程度进行评估，并标示其信用程度的等级。对于债券，特别是公司债来说，最主要的风险，也就是到期无法还本付息和赎回的风险，这种风险也被叫作信用风险。在证券市场上，这是仅次于利率风险以外的第二大风险类型。

由于在多数国家，利率已经成为中央银行的控制目标。所以评价信用风险，就成为市场上唯一可以自由活动的交易存在。简而言之，这种信用评级和公司债本身的基础相关，反映的是市场的风险。像穆迪这样的公司，正是基于公司本身对市场的风险进行较全面评估的机构。

1913年，穆迪将资信评级扩展到公用事业和工业债券上，并创立了利用公共资料进行第三方独立资信评级或无经授权的资信评级方式。同时获得成功的还有美国标准普尔公司和惠誉国际信用评级有限公司，1975年美国证券交易委员会SEC认可穆迪公司、标准普尔、惠誉国际为“全国认定的评级组织”，位列全球三大。穆迪的资信评级程度，本身是围绕那些会计指标存在的，因为会计指标具有稳定性和计量的特性，所以其显示也较为精确可信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准普尔公司信用等级标准从高到低可划分为：AAA级、AA级、A级、BBB级、BB级、B级、CCC级、CC级C级和D级。穆迪投资服务公司信用等级标准从高到低可划分为：Aaa级，Aa级、A级、Baa级、Ba级、B级、Caa级、Ca级、C级和D级。两家机构信用等级划分大同小异，前四个级别债券信誉高，风险小，是“投资级债券”；第五级开始的债券信誉低，是“投机级债券”。

按照价值投资的原理，特别是格雷厄姆的投资法，利用一系列会计指标，入偿债能力比，杠杆比率、流动性比率、获利能力比等建立一个标准系数划分信用等级。1968年，纽约大学教授爱德华．奥特曼发现了一个可以预测公司财政健康状况的统计公式Z—score，这种做法其实就是用金融比率验证一下公司破产还是非破产的概率。遗憾的是这类方法也被人广泛地运用扩大到股票趋势这些内容上，对于持续发债且主体评级位于AA大档的发行人更容易出现信用级别调整。

不过，作为投资学的研究者，哈佛的教授们可以肯定地告诉人们，债券评级和债券的信用风险提高的确有关，但是这和债券的收益并没有什么相关性。其中的理由很简单。发行债的主体的确决定了一种债券的流动性，不过债券的价格最终却决定于其他的市场因素。更何况，债券的内在价格也和这些指标没有多少关系。你不能仅仅通过一家公司的财务状况，武断地判定这家公司的债券价格。

“（美国主权债务评级）下调有新闻价值，但这真算天大的事儿?”这是瑞士银行（UBS）跨资产策略研究团队最新研究报告中的一句话。

“美公共债务融资在每次金融市场大动荡中都是受益者，作为美国主导全球金融秩序的支柱之一，标普在降级时就不知这个状况会发生?”像这样的疑问本身就证明一件事情，债务评级本身并没有人们常常想象中的那么有用。按照一些哈佛的大冒险家，比如债券大王米尔肯的做法，这种做法本身就是在浪费投资的机会。而在索罗斯看来，这种评级，也许正是他浑水摸鱼的机会。因为照例在市场上信用评级调整，经常会导致人们的恐慌和盲目。这正是投机的绝好机会。不过这是另一件事情了。

综合要衡量债券市场的投资业绩，按照现代投资学的研究成果，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要归结为那些普遍的手法，例如收益率和资产组合管理。而不是简单的评级风险，根据一些经验分析，除去经济周期的影响外，这类评级变动和债券收益率之间缺乏任何相关的证据。

第八节 债券为短期投资者提供保险了吗

美国财政部2008年11月18日的外国投资美国证券报告显示，中国在2008年9月大量购买美国财政部短期债券，已经超过日本，成为拥有美国国债最多的国家。美国媒体据此分析认为，一方面外国感觉世界都在金融危机中，美国是最佳的安全港；另一方面，美国也担忧这些资金会轻易流出。

中国成美国最大债主，其表现主要是中国对美国经济的影响力显著扩大。美国的公债中，每欠10美元，就欠中国1美元。华盛顿在寻求资金支付7000亿美元救市计划时，将更依赖中国。美国对中国现金的依赖，将让北京在美国经济中处于更大的支配地位。当中国因为经济和政治原因决定出售美国债券，就会引起其他投资者的跟风，必然使美国借款成本飙升，使华盛顿刺激和重振经济的能力置于险境。中国停止购买甚至开始出售美国国债，美国各种贷款的利率也会立即上升。此外，中国投资美国国债越多，美国企业到海外出售其产品就越困难。中国对美出口增加，相应减少美国企业参与中国4万亿元人民币刺激经济计划的竞争力。

世界上第二大经济体在美国国债市场上的身份到底是什么呢？其实中国就国债市场来说，应当是最大的短线投资者。这个结论听上去十分骇人，却是最为可靠的说法。多数情况下，债务市场正是由这些大块头的短线交易者构成。

主权国家成为空头，这种说法多少让人感到匪夷所思。难道说在债券市场上，短线投资才是王道？还是说债券真的存在什么可以让投资者放心的保险机制呢？

这种保险机制，形式上应该是存在的。至少在20世纪30年代，凯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



恩斯就说明了债券价格和利率的相反变动的规律。也就是说，时间短期内价格剧烈波动的，利率很可能会照顾投资者。不过现代的这种规律，特别考虑在不同资产间组合交易的时候，这个理论就太粗糙了。在华尔街人们还是迷信一种债券市场的分级和价值投资的说法。直到 20 世纪 70 年代，哈佛大学毕业的史蒂芬·罗斯创造了一种全新的无套利定价原理体系，从此彻底改变了华尔街乃至学术界关于利率和短期投资预测的看法。

1971 年，理查德·罗尔将威廉·夏普和约翰·林特纳的资本资产定价模型与期限结构理论结合起来，考察流动性报酬和风险报酬的关系，并对 1949 年 10 月至 1964 年 12 月间美国的国库券数据进行分析，发现贝塔系数基本上随到期期限的临近而增加。

1976 年，罗斯和另一个哈佛教授约翰·考科斯在《金融经济学杂志》上发表论文“基于另类随机过程的期权定价”，提出了风险中性定价理论。

1981 年，罗斯、考科斯和英格尔索运用资本资产定价模型和随机过程来研究利率的期限结构，建立了 Cox－Ingersoll－Ross 单因素模型；1985 年又发展了两因素模型，认为利率的变化除了短期利率的随机过程外，还存在长期利率的随机过程。利率期限结构能够反映未来即期利率的市场走势。

谁也没有想到，这种理论此后改变了债市的行走规律。今天所有的资产定价，任何一个产品的创造设计，都是围绕上述原则执行的。风险中性原理，最直观的观点就是，这是一种完全可以近似地看成是保险机制。因为不论产品是否涨跌。这种产品的价格变动都是以无风险的原则执行的，只能反映市场上的自然交易变动。这也就减少了人为机制的干扰，可以最大限度地被电子设备执行。

罗斯不仅是第一流的金融思想家，也是一个金融理论的实践者。早在 1980 年代初，他就决定把自己的金融理论运用到实际中，看自己的理论是否经得起实践的检验。罗斯说：“我花了大量的时间与投资公司谈，但没有人理会我的建议；我一旦成为资产的管理者的话，责任和权利的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



顺序就不同了。”

罗斯和罗尔合作创办了罗尔—罗斯资产管理公司。这是一家基于定量分析的投资管理公司，采用 APT 理论作为投资理念。罗尔—罗斯公司运用它强大的软件资源来管理多样化的客户，客户的目的和技术要求所涉及的范围，从基金操作到动态投资组合项目，包括流通障碍和前景定位，内容非常多。

罗斯认为“理论与实践的互相激励和相互论证是非常重要的，两者缺一不可”。这类理论说明了这样一个简单的事实，你在短期市场上，主要观察一下当天的国债利率，就知道自己用多大份额的短期债券换回资金，投资长期债券或者别的投资产品。其中的一致性，是第一个可以被认为确定的债市规律。

罗斯成功解释了债券与利率的关系，就像一个跷跷板的两端：利率上扬，债券的价格就会下降，尽管短期债券的下降幅度远低于长期债券。另一方面，利率下跌，债券价格就会上涨，而且长期债券的上涨幅度会大于短期债券。用 5～10 年到期的中期债券来缩小这种差别。这种债券既不会在利率飙升时大幅上涨，也不会在利率暴跌时一蹶不振。对大多数投资者来说，中期债券是一种最简单的选择，因为它可以使你不再为猜测未来利率的走势而烦恼。

可见，对于一个愿意投资中长期债券的人，债券市场的确提供了某种保险机制。在这种情况下，你不用担心风险会搞到吞灭你的本金的可能。这也是为什么债券市场得以长存的原因。

第九节　垃圾债券真的是“垃圾”吗

自 J. P. 摩根以来美国金融界，要说单人独力开辟自己的一片市场的只有一个人。他的成功秘诀就是找到了一个无人竞争的资本市场，先入为主并成为垄断者。

键入“垃圾债券”的搜索的话，在 7 万多个搜索结果当中，将近 2/3 的页面中会出现这样一个名字——迈克尔·米尔肯。他就是曾经在 20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



世纪80年代驰骋华尔街的“垃圾债券大王”，他曾将美国的证券金融历史轻轻地改写，并调整了其发展的方向，成为自J.P.摩根以来美国金融界最有影响力的风云人物。

在20世纪80年代，米尔肯官司缠身。法庭于1990年确认米尔肯有6项罪名，但没有哪样跟内部交易、操纵股价以及受贿有关。米尔肯的罪名令人震惊，以前也没有任何人因为这些罪名受指控：他掩盖股票头寸，帮助委托人逃税，隐藏会计记录。最终被判处10年监禁，赔偿和罚款11亿美元（其中罚款2亿美元，民审赔偿金额为5亿美元，向政府补纳税款4亿美元），并禁止他再从事证券业，从而结束了米尔肯作为“垃圾债券大王”的传奇经历。

这个著名的垃圾债券大王，在每一本哈佛投资学的教科书中关于债券的一章，都要提到。这没有什么新鲜的，因为垃圾债券的确因为米尔肯的操作风光一时。奇怪的是，介绍米尔肯这样风光的人物，教科书总是惜墨如金。要知道著名的康普顿大字典，即使把米尔肯打入另册，也是长篇介绍。大名鼎鼎的哈佛为什么如此吝啬，难道是要隐瞒什么吗？

对于哈佛商学院来说，米尔肯案件是个彻头彻尾的荒诞事件。这个案件，走红了一个商学院出身的哈佛金融记者，但也给哈佛商学院制造出了被评为历史上最糟糕的第七位公司CEO。因为在1984～1985年米尔肯最危险得债券垄断活动中，纵容他所有的行为，鼓动支持他的做法的，正是他的顶头上司——哈佛商学院的毕业生弗瑞德·约瑟夫。

在狱中被减刑的米尔肯创办了著名的知识寰宇集团，东山再起。华尔街评价米尔肯是金融史上的伟大思想家。他的老板约瑟夫于2009年去世，一直背着让公司缺乏危机计划的耻辱名头。这一点，对于哈佛学院的教授们来说，自然是大忌。

博迪和莫顿编著的投资学里，在某一章还不忘记表达对米尔肯的不满：“今天发行的高收益债券（即垃圾债券）平均信用等级高于20世纪80年代，这无异于一钱不值的废话。”言外之意是，垃圾债券的投资价值不高。可以被看成是真正的垃圾级别。

可是，看看市场上和华尔街人士的态度，你就知道教授们的结论似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



乎下得太早。米尔肯年轻时候对公司财务报告的质疑：从买卖垃圾债券获利，到通过垃圾债券融资。正是因为米尔肯意识到需要有一种新的手段来取代单纯依赖财务报告的传统分析方法，从而可以全面认识借款人有哪些资产今后可能升值，最终确定投资的方向。这和学术界对于财务报表的认识是一致的。理论上说，垃圾债券只是个财务判断标准，并不能反映企业的真实价值。

米尔肯认为，企业年度财务报告中没有表现出来的一项关键财产是人才资本。这也正是今天的米尔肯重新将投资的目光放在教育产业上的原因所在。米尔肯的理论和实践告诉人们，无论在什么样的投资环境下，始终沿用传统方法来评估投资风险和收益，不但不恰当，而且好似盲人摸象。倒是开启一下新思路，也许发财的机会就在你面前了。

米尔肯生于1946年，从小就喜欢和他的父亲一起出差。米尔肯的父亲是一位会计兼律师。刚开始的时候，米尔肯只是帮父亲提提公文包，搞搞文字方面的工作。在这个时候，米尔肯就流露出了对数字的特别兴趣。在帮助父亲进行支票的分类、编制银行的报表和会计账目的过程中，米尔肯开始了他在财经领域的初步启蒙。

1968年米尔肯从加州大学伯克利分校毕业，在学校读书的时候，他就已经对信贷产生了浓厚的兴趣。米尔肯在研究了数千份公司财务报告后发现，审计数字不能充分反映一个公司的真实价值。这时候他开始怀疑父亲曾经对他的教导：永远不要忘记，生意场上信誉第一，而信誉的创建是从财务报表开始的。

而且就米尔肯的金融逻辑来说，也是无可挑剔的，符合有效竞争市场的假设。显然高收益债券的价格是反映市场价值和全部信息的。米尔肯认为购买垃圾债券比买股票或是买有信用等级的公司的债券风险要小，特别是在市场行情下跌，或行情剧烈动荡的时候更是如此。

1974年，美国的通货膨胀率和失业率攀升，信用严重紧缩，刹那间，许多基金的投资组合中都出现了被债券评级机构认为是低信誉的债券。许多基金都急于将手中的低等级债券出手，以免影响基金的质量形象。在整个华尔街中，除了米尔肯之外没有哪个人愿意接手。转眼间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人人都开始找米尔肯，希望得到他的帮助。

“第一投资者基金”也同样面临了这样的问题，米尔肯在研究了基金的投资组合后，建议基金经理不要将手中的垃圾债券出手，既然基金是以高回报为口号招揽客户，若将手中的高回报率的债券抛掉，基金的效益将会降低。“第一投资者基金”接受了米尔肯的意见，1974 至 1976 年，“第一投资者基金”连续 3 年成为全美业绩最佳的基金。

这种操作本身就是典型的卖空交易。米尔肯的囤积垃圾债券，相当于借来大批的债券之后卖空。这种人弃我取的做法，也和邓普顿的思考方式是类似的。

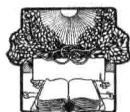
利用承销垃圾债券替中小型企业融资的方法，使得米尔肯成为美国金融史上的重要人物。毫不夸张地说，这种新金融产品的开发，完全改变了美国 70 年代到 80 年代的发展。

到了 70 年代末期，由于米尔肯的引领，这种高回报的债券已经成为非常抢手的投资产品了，米尔肯也凭借准确的判断能力建立了一个庞大的客户网络。但是新的问题也逐渐浮出海面：由于垃圾债券的数量有限，已经无法满足众多基金的购买欲望。而在美国金融市场逐渐稳定的情况下，已经不能仅仅凭借自然灾害等待企业出现信用危机和债务危机，高回报债券的市场获利空间好像突然消失了。

1977 年到 1987 年的 10 年间，米尔肯筹集到了 930 亿美元，德雷克斯公司在垃圾债券市场上的份额增长到了 2000 亿美元。这时，米尔肯已成为真正的垃圾债券大王，德雷克斯公司债券买卖部成了完全意义的上美国低级债券市场。身为一名交易商，米尔肯开创并占领了整个垃圾债券业。米尔肯虽被关入监狱，但他的理论未被金融界抛弃。垃圾债券作为一种金融工具已被广泛接受，成为中小企业筹措资金的重要途径，也是收购企业的重要手段。

所以就这个意义上说，垃圾债券本身是市场和债券规律的自然表达而已，米尔肯不过是在合适的地点发掘出其独特的价值而已。有了这种独特的价值，也就不存在垃圾债券之说了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章
外汇是让你一夕致富还是隔夜破产

第一节　为什么说外汇本身就是一种规则

世界上两个主要的外汇交易平台 EBS 和汤森路透的日交易量，下降到了六年来的低点。在 2012 年头两个月降至平均水平以下。分析认为，投资者回避交易欧元，加上各国央行都继续严格控制本币汇率，导致规模达数万亿美元的外汇交易市场上的交易总量流失。

传统上投资者在经过平静的第四季度后，会在接下来的下一年的前两个月重新交易。苏格兰皇家银行外汇业务负责人蒂姆·卡林顿表示：“现在恐怕是我记忆里欧元/美元交易意愿最低的时候。”

根据 EBS 发布的数据显示，2012 年头两个月的日均交易量已经跌破 2006 年记录开始时录的最低水平。EBS 是由英国毅联汇业拥有的外汇交易平台。汤森路透单独发布的数据也显示交易量出现下降，2 月日均外汇交易量同比下降 5%。可见，在经历 2011 年的艰难之后，投资者今年也对外汇投资采取了更为审慎的态度。

知道外汇交易是怎样一种交易，也许多数人会相信。这根本就是规则的宿命。你总不能跟一台没有血肉的机器谈恋爱。在人类已知的交易中，从来没有一种交易，像外汇一样几乎是完全依靠电子规则的平台进行的。中断交易也极其简单，只要断网和切掉电话线。整个交易就可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



立刻停止。同样的情况下，股票市场则靠手势在黑暗中也可以照例进行。

外汇交易从某种角度说，首先是一种规则，然后才是投资。这还要从外汇交易本身说起。外汇与其他金融市场不同，外汇市场没有具体地点，也没有交易所，同时买入一对货币组合中的一种货币而卖出另外一种货币。外汇是以货币对形式交易，例如欧元/美元或美元/日元。其真正交易的对象也是数字，而非真实的货币。所以在这种情况下，完全是一种虚拟的形式开展的交易活动。

从理论上看，外汇交易的其实根本是一种利率而已。汇率本身，是本国货币和外国货币的比价，由于各国的市场和法律的限制，就出现了一种利率的差别。同一种外国货币，在不同国家会有不同的汇率，这样就产生了一种低买高卖，赚取利差的活动。不考虑利息和税收，一次外汇交易，就相当于倒腾一次货币。

从历史上看，外汇交易古来有之，但是那种简单的换汇行为，只能说是一种普通服务活动。古代就出现过用金币国家和银币国家在货币上的折算交易。其依据的基础也很简单。就是买卖和一价定律。

古代的交易并不是专业外汇交易。在现代的金融市场上，大约每日的交易周转的5%是由于公司和政府部门在国外买入或销售他们的产品和服务，或者必须将他们在国外赚取的利润转换成本国货币。而另外95%的交易是为了赚取赢利或者投机。

对于投机者来说，最好的交易机会总是交易那些最通常交易的（并且因此是流动量最大的）货币，叫作“主要货币”，今天，大约每日交易的85%是这些主要货币，它包括美元，日元，欧元，英镑，瑞士法郎，加拿大元和澳大利亚元。

这是一个即时的24小时交易市场，外汇交易每天从悉尼开始，并且随着地球的转动，全球每个金融中心的营业日将依次开始，首先是东京，然后是伦敦和纽约。不像其他的金融市场一样，外汇交易投资者可以对无论是白天或者晚上发生的经济、社会和政治事件而导致的外汇波动而随时反应。

外汇交易市场是一个超柜台或“银行内部”交易市场，因为外汇交易是交易双方通过电话或者一个电子交易网络而达成的，外汇交易不像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票和期货交易市场那样，不是集中在某一个交易所里进行的。

其次，现在的外汇交易系统，本质上根本就是一台机器上的实时划转系统终端而已。什么是交易系统？从简单的概念上讲，交易系统是系统交易思维的立体化。系统交易思维是一种理念，它体现为在行情判断分析中对价格运动的总体性的观察和时间上的连续性观察，表现为在决策特征中对交易对象、交易资本和交易投资者的这三大要素的全面体现。

正规外汇交易系统具备两种交易特性“价格跟随性系统和价格预测性系统”。让我们来简单地介绍一下它们。

第一种是价格跟随性系统。通过动量指标，震荡指标，平均方法，跟随市场的走势。最简单的做法就是找到一条适合的移动平均线并按照所指方向进行交易。也可以加入其他的指标，比如 MACD，随机指标，RSI，布林通道等。一个图表可以有 29 种不用的技术指标，无数种搭配协同分析方式。再加上 20 种不同的时间框架（年、月、周、日、小时、分钟等），难怪一些不谙此道的交易者会 12 小时地坐在屏幕前进行分析而不敢下单。

第二种时价格预测性系统。一般是长线系统，运用于交易时段、天线或者更长。它包括在一个较长的时间框架中预测整个货币的走势，然后逢低吸入，逢高派发。水平线、趋势线、黄金分割线以及移动平均线等都是一些常用的指标。

不过无论是哪一种系统，交易系统本身，都是一个连接外汇交易中心的电子终端而已。这就像一个事先设定好全部规则的游戏体系一样，外汇交易者所做的就是在这个固定的规则上开始全部交易活动。

第二节 为什么要进行外汇交易

经纪商美国百利金融集团有限公司是一家专业致力于衍生品和货币市场的专业经纪公司。他们一直试图加速它的外汇交易系统的技术改进和提升交易速度，以此来吸引更多的高频率交易的客户。

这家总部位于芝加哥的公司，已经将核心的外汇交易系统转移到东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



海岸，以此来更加靠近纽约的交易者并将让电子交易订单执行得更快。美国百利金融集团的外汇销售部总监 Ric Chappetto 说道："为了成为外汇市场中真正的领袖，我们必须跨出这步，这样可以增加我们的交易准确性，吸引更多参与自动交易的客户。"在美国百利金融集团开户交易的零售投资者将会得益更多，因为有更多高通量交易机构的加入提高了流量，降低了点差。

将 Typhoon 技术转移到纽约，并且由数据操作中心 Equinix Inc. 运作，这相比起原先需要将订单发送到芝加哥再发送回纽约这样的一个流程来说，现在的方式节省了大约 40 毫秒。很多芝加哥的公司也喜欢在纽约设立自己的交易系统和服务器，因为这样也可以让快速的交易变得更稳定。美国百利所发展的由计算机驱动交易客户，将使美国百利的日外汇交易量可以达到百亿美元。Chappetto 还认为，这一举措让他们变成一家更高级别的、成交量更加庞大的公司而能专注于服务通过数量分析交易的机构，更加快捷地执行订单。

为什么要进行电子外汇交易，最初的答案是因为这是货币和商业的需要。现在的答案则是赚取点差，甚至靠拥堵的电子平台来制造赚取暴利的机会。

之所以这么说，人们必须重新睁开眼，看看这个世界到底发生了什么。这是不到一个世纪产生出的巨大转变，规则当然还是一样。外汇市场上的报价一般为双向报价，即由报价方同时报出自己的买入价和卖出价，由客户自行决定买卖方向。买入价和卖出价的价差越小，对于投资者来说意味着成本越小。

通常，银行间交易的报价点差正常为 2～3 点，银行（或交易商）向客户的报价点差依各家情况差别较大，目前国外保证金交易的报价点差基本在 3～5 点，香港在 6～8 点，国内银行实盘交易在 10～40 点不等。

真正促成外汇贸易新世界的事件是，今天的外汇市场已经变得日益的多元化。在布雷顿森林体系崩溃后，点差始终处在动荡变化中，并且造成了 70 年代后大多数世界金融市场的危机。布雷顿森林体系和同时存在的一个东欧美元黄金市场，几乎可以看成是今日外汇交易的主要源头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1960 年后半到 1970 年前半之间，美国的贸易收支不断地恶化，引发了市场对黄金价格（对美元）上涨的投机性观测，投机资本纷纷逃出了美国。德国政府为了与这种投机性的资本移动相对抗，在 1971 年 5 月导入了 DEM（德国马克）的浮动汇率制。

1971 年 8 月，美国政府宣布废止了黄金与美元的固定价格制度（即 1 盎司黄金＝35 美元的固定价格制度），欧洲与日本等主要国家的货币汇率对美元停止了几乎固定的汇率，被迫实施了相对浮动汇率制，这就是外汇史上著名的“尼克松冲击”。到 1971 年 12 月，黄金价格 1 盎司上升到了 38 美元，重要工业国试图在布雷顿森林体制下来设法修正、调整国际货币体系，但最终由于无法防止投机性行动，到 1973 年初，布雷顿森林体制下制定的国际货币体系完全崩溃了。

在布雷顿森林体制崩溃之后，一些主要工业国还在持续地对外汇汇率进行着规制。英国到 1979 年废止了这些规制为止，养老金基金不能有超过 1 百万英镑的资金到国外投资。澳大利亚到 1983 年废止了这些规制为止，“盯着美元”的美元联动制一直在维持着。其他很多国家到现在为止还在实行着某种形式的固定汇率制或变动性联动制的外汇管理。但造成德国和日本松口的首先是在他们中间出现的东欧美元市场，因为苏联国家在这个时期对欧洲长期贸易顺差，他们囤积了大量的美元。这时候，也就导致美国的美元不断的贬值，外汇的黑市也就出现。

总的来说这种体系造出的奇怪市场给外汇的利差提供了巨大的空间。正是因为利润的诱惑才使得更多的人加入到这种贸易体系中。由于欧洲的市场远离美国，管制松懈，德国的法兰克福首先成为这种外汇贸易的中心地带。

有了利润空间，但是不一定就有市场扩大的结果。来而不往非礼也，随着美国在布雷顿森林体系崩溃放弃美元和黄金挂钩，美国的信用开始下降。这导致大量的外国企业抛出美元，兑换其本币，美元带给一些贸易大国大量的通胀压力。而同期美国市场上的货币却开始不断地贬值。为了对冲，美国也开始与贸易伙伴国建立经常性的外汇清算，这就是国家外汇贸易市场的开端。

美国银行的外汇交易在数量上，金额上都增加得非常多。美国企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的对冲开始，1975 年会计制度改变，更加促使这种倾向加速。至此，外汇交易额就开始大踏步地持续地上升了。

第三节　为什么说外汇交易是一种概率游戏

伟大的交易奇才 Richard. Dennis 是个有着传奇培训经验的人。当他在训练“忍者龟”时，其招募的对象主要是职业赌徒和桥牌高手。所谓职业赌徒是指能够以赌博为生的人，而不是指仅仅沉醉赌博而不能自拔的人。不管是职业赌徒，还是桥牌高手，其共同特点在于精确和熟练地根据概率管理风险和收益，任何步骤都是基于对潜在风险和收益的概率估算。

外汇交易是一种金融电子系统投资，与其他交易不同的是，这种交易的随机性极强。将每天的外汇交易市场某种货币组合的涨落趋势作图，绝大多数时候是一种无规律的图形。尽管有一些形态投资研究者宣称可以通过某种方法找到这些特殊的投资形态，随意让这个系统变为模拟系统，得到的图形仍然是可以重现的。

其次，影响外汇交易的因素，几乎可以用多如牛毛来形容。外汇市场是建立在全球范围内的虚拟市场，交易系统完全忽略了掩藏在背后的各种爆发性因素。诸如文化、国别、心理、风俗、法律规则等。这和本国内的其他投资形式有着本质的差别。有些人为此寄希望于外汇期货，不过糟糕的是，同其他的期货工具的保值性相比，通常外汇的保值性是最差的。因为谁也没办法猜测一个外汇的保值区间到底是多少。

最后，许多人意识到，交易中最大的错误在于认为存在能够 100％地把握行情的可能，人们的情绪和交易情感，经常非理性地影响外汇交易的过程。有的时候，有些保持奇怪习惯的交易员居然会做出疯狂的举动。比如著名的索罗斯先生，这位外汇交易员的“背疼直觉”，其实是为了压制交易的情绪而做出的某些类似强制性精神病人的提示规则而已。

外汇交易中涉及的情况充满不确定性，所以概率和统计的思想在交易中占据着核心。迄今为止，学术界的投资研究者了解最为清楚的市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并不是股票市场，而是外汇市场。这是因为，这个市场正好符合有效市场的几乎全部条件。当然结论也适合，从来没有见过一个外汇交易中涌现大师级人物。这说明外汇市场是不可预测的。甚至在内幕交易这个魔鬼上，外汇市场也是惊人地符合专家们的研究要求，除非控制全球的计算机网络，否则内幕消息根本没有传递的时间。外汇交易本身就是为了消灭时间和空间的差异才产生的。

2009 年发生了一起令美国商品期货交易委员会比较尴尬的事情，美国少年萨尔曼·莱辛，透过一个植入到银行结算系统中的后台程序，合法地窃走了 82 亿美元。

有时候在交易频繁时段，一分钟里执行超过 1000 笔 88888 美元的交易，这样的交易在市场看来是完全合法。萨尔曼的做市商 OANDA 却在交易监测程序中发现，萨尔曼的交易有些诡异，每笔持续时间非常短，交易频繁。而交易成功率却极其高。假如这个程序执行 1 年，将至少能卷走 1 万亿美元的利润，这个程序仅仅执行了 3 天，就卷走了 82 亿美元的利润，这太惊人。

美国商品期货交易委员会介入调查之后，通过萨尔曼家的电脑，发现了真相。

冷战时代或许永远都不会回来，取而代之的很可能将是金融战争，网络战争。

许多人认为这意味着外汇市场中存在内幕消息，实际不然。因为黑客根本没有利用价格信息，而是利用了系统的设备故障的交易风险。这正好更加形象地说明了外汇市场中的概率发生的可能性。一起小概率的交易系统失败，足以让你满盘皆输。

那么如何培养概率和统计思维呢？首先在交易系统的设计中要利用历史数据对系统进行检验得出各种统计特征，比如最大单笔亏损，以及胜率等，只有凭借大量的统计数据得出的检验结论才能形成优良的交易系统，接着利用新的行情数据对已经初步建立的交易系统进行外推检验，并根据统计结果对系统进行针对性的检验，然后在正式交易中利用交易日志对系统进行定期的修正和改进。涉及一个概率分析，也就是说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当诸多矛盾因素合成时，必须在赋予不同因素的不同权重的基础上进行交易决定，而这涉及概率和潜在风险和报酬分析。

交易方法和系统的改进过程中会出现一种极其错误的观念，称为“过度优化”，或者“优化陷阱”。

第一，胜率不是持续成功交易的决定性因素，很多成功的交易员胜率不足 50%，但仍然能以可观的速度积累利润，相反很多胜率很高的交易者却因为一两笔单前功尽弃，关键的原因在于，每笔赚的要多，每笔亏的要少，也就是单笔最大亏损要小，平均赢利比平均亏损要大。追求胜率是一个新手的主要冲动，其实在交易中有很多试探性的举动，这些举动必然很多都是亏损的，但赢利的那单必定能在弥补了所有的亏损后还能带来丰厚的赢利，就像期货交易中的突破一样，虽然假突破占了多数，但我们很难区分突破的真假，所以即使是假突破，在事前我们不知道的情况下，多半还是要进去，因为毕竟相比损失而言，潜在的利润是丰厚的。

第二，追求胜率会导致模型的过度优化，也就是增加太多限制条件来力图囊括所有的数据。我们在宣传中经常看到胜率在 90%多以上的交易软件，其实这明显是过度优化的伎俩，其中的流程是这样的：首先根据数据建立交易系统，然后将交易系统不能阐释的数据找出来，然后在交易系统中加入新的规则使得这些数据能够得到说明，随着这个过程的持续，几乎所有的数据都得以在交易系统中得到阐释，而每段行情都可以抓住，这个系统在这段数据上表现完美，但运用在其他数据段上要么发不出信号，要么错误信号太多。这就是过度优化。

第四节 为什么绝大多数人都无法学会外汇交易

“我从事外汇交易快三年了。中间也经历了很多次的交易失败。我一直希望找到一种能够直接抓到市场的起涨点，降低交易风险的方法。达到战无不胜，不胜不战的境界。我尝试了很多种方法。对技术分析下了大量的工夫，做了一些研究。不管是东方的，西方的；现代的传统的；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保守的还是激进的，我都试过。我也试过各种各样的指标，包括指标的联合使用。但是总觉得有一些问题。也许是我研究得不够深入。”

这是一位张姓投资者的个人感悟，他其实并非普通投资客，而是一个典型的中国股神。在他职业生涯的早期，在股票市场的成功案例不胜枚举。在中国这样的市场，能做出这种成绩，其职业能力应该说已经有较好的体现了。不过从他个人的经验看，外汇市场的交易还是难上加难。

吉姆·罗杰斯曾经对索罗斯说：“我就喜欢我们两个对抗整个世界的感觉，这确实很酷！”

就外汇市场的难度和现实来说，几乎让所有人都感觉无法承受。简而言之，这可不是普通门外汉级别的投资客能够染指的。

尽管在外界看来，外汇投资是最公平和最少受到操纵的。在外汇市场上，无论你身处世界哪个角落，无论你出身何等卑微，无论你学历是否源自名校，这一切都不重要。外汇市场是一个全世界公平的竞技场，你想出道世界，挑起万丈风云，外汇交易正是一个最佳的舞台。

在华尔街的历史上，一些投资大师就是从外汇市场上历练出来的。索罗斯那些闻名世界的投资大案，包括击败英格兰，阻击欧洲，战胜泰国和东南亚，武器都是外汇，外汇交易就是他实践金融炼金术的法场。许多金融帝国的传奇都和外汇交易有着紧密的联系。甚至在一些情况下，外汇是主要的角色。也正因如此，类似货币交易等纠葛才成为一些大家族，例如罗斯柴尔德家族的一种文化符号。

普通人，没有选择进入金融市场，也许永远不知道个体的脆弱、盲从、缺乏自制、疏忽大意。在金融市场的修炼中，你将很快学会。金融交易是一场战争，也是博弈，外汇交易是金融交易中最难从事的一类，博弈思维要求考虑的因素很多，包括博弈支付矩阵、参与者以及均衡结果。

著名的混沌交易大师比尔·威廉姆认为金融交易是促进个人心智开发和身心平衡的最好良药，因为市场可以纠正人类天性中的很多弱点，市场可以让你的缺点变得如此显而易见。普通人之所以无法染指这种投资，很大部分来源于心理和投资的冲突。投资学称呼这种冲突门槛，叫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作随机性强化。

在最近几笔交易上，或者是最近一波走势上，我们就步入了一个随机强化的陷阱。这种陷阱经常无声无息地保留，有些人不露痕迹地成为这种陷阱的猎物。

市场在短期内呈现的随机强化特性，利用我们的因果观念让我们徘徊在有效交易方法的大门之外：当B紧随A发生的话，倾向于认为A是B的原因，当一个交易结果B紧随一个交易行为A发生的话，倾向于认为交易结果B是由交易行为A导致的，其实真正的因果关系未必这么简单。有些人认为自己选择适应市场，就能够赚取利润，在金融市场上出现一种混乱的赢利时刻，人们总会因为一时一刻的盈亏影响行为。这也就是随机强化特性。

不管怎么说，市场是我们所不能影响的，所以我们只能适应市场的走势和特点。由于交易行为受到交易态度的影响，而交易态度又受到交易观念的影响，所以交易行为能不能适应市场，进而产生高水平的交易绩效最终取决于交易观念。而市场随机强化会利用心理偏差来干扰交易绩效的提高，使得交易者适应市场走势的想法导致悖逆市场走势的行为。

“真是很困难的事。现代人花了许多时间，沉浸在电视秀、电玩及其他娱乐形式的虚拟实境之中，很难对现实（指变动、不确定）产生敬意。但是，你无视于现实，现实终究会赶上你。要面对现实，承认错误是其中最重要，也最困难的一步。

“多数人以为，认错是羞耻的来源；但只要能承认不完美的理解是人类的常态，就不会觉得认错有什么好丢脸的。认错的好处，是可以刺激并增进批判力，让你进一步重新检视决定，然后修正错误。我以承认错误为荣，甚至我骄傲的根源来自认错。

“我记得在事业初期，有一次我把我自己账户里的钱都赔光了，但我必须继续工作，装作没发生任何事，那个压力大到午餐后我几乎无法回去上班。这就是为什么我鼓励同事分享彼此的问题，只要他们表示有任何问题来找我，我都非常支持。”

这是索罗斯对自己成功的一次真实阐释，在他看来，他的成功在于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



认错和不断纠正自己的心理问题。

当你最近几笔交易赚钱的时候，你就认为正在使用正确的交易策略，甚至认为自己很聪明，那么接下来的业绩表现一定击垮你的认知和自信；当你在最近一波走势中感觉良好的时候，在接下来的一波走势中你的感觉将变得相当糟糕，这就是牛市中股民将要经历的情况。

你炒股炒了十年，或许你做外汇也做了快一年了，但你真的明白自己现在的交易处在什么样的水平吗？你知道市场是怎么回事吗？你知道市场是如何利用你自己来欺骗和误导你的吗？如果你对这些问题的答案不清楚，则你的交易绩效也是空中楼阁。对抗心理偏差和随机强化干扰的最简单的方法之一就是拉长你的交易时间框架，而最有效的方法则是基于原则去交易，而最好的原则无疑是完善的交易流程。

第五节 外汇交易为什么注重防守

有人问大师索罗斯，你纵横金融圈五十年，成功的要素非常多，诸如预先掌握趋势、善于套利、人脉深广，为何把认错视为成功的关键？

索罗斯回答说：“因为在不确定的年代，你需要有批判思考力，并且诚实地认错。我在事业上一直承受极大风险，不认错，铁定老早就被干掉了。曾经有好几次我濒临一无所有的边缘，我不采取行动，马上变得一无所有。有好几次，我不撤出，就会一无所有，因为我使用融资、扩大杠杆倍数，尽管没有用很多，但方向看错，这些融资的部位足以让我失去所有。”

1987 年股市崩盘造成巨大损失索罗斯总结认为他当时把手上的部位出清，也不见得是对的决定。因为那个时候，他有不同的选择可以做，可以放在那里不要卖，但是生存下来是更重要的。股市崩盘当周，索罗斯承认自己确实看错了，立刻大砍美股多头部位，但隔天美股迅速反弹。这好像应了那句俗话“留得青山在，不怕没柴烧”。

索罗斯退休后，已经不在锋芒毕露，正像许多人预料的那样，他也开始兜售价值偶像的观点。至少从访谈中可以看到，索罗斯并不是像平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常想象的那样，是个阴谋诡计、积极进攻的狠角色。关于他的对冲机制，有些哈佛教授评价为，“这是正当行为”。更有意思的是根据一些数据检验，索罗斯的确是保守型的外汇投资者。

索罗斯人生中大部分的交易是外汇交易。一个可能的解释是，外汇交易可能影响了索罗斯的投资策略。从现实来看，外汇交易的系统设定让这种交易类型更加注重止损和成本。外汇交易是一个金融游戏，其目标是稳定获利。达到这一目标需要从防守与进攻两个方面改善。不过，由于进攻方向的不确定性，取决于未来，防守则成为一个好的手段。据统计90%的外汇交易者会在一年之内被市场清洗出局。

在外汇交易过程中，不确定性扮演了异常重要的角色。在不确定下，无疑降低风险的要求比任何时候都高些。“墨菲定律”的大概意思就是：“最坏的事情总是最可能发生。”在政治倾轧中，军事斗争中，我们必须做最坏的打算，以便提前做好准备。因为最坏的后果是无法承担的，也就是一旦遭遇最坏的后果，那么对于后来再好的情况我们也无机会享受了。

在外汇交易中，我们对大概率的方向是顺着操作，但同时要保留完全措施来应对小概率的相反方向。很多人总是能以很高的胜率获得快速的增长本金，但往往在小概率的反方向行情上功败垂成。许多资深的分析员和交易员沉迷于“过度优化陷阱”。唯一缺乏的是预防最坏的情况发生的防守意识。

墨菲定律是外汇金融游戏的最大定律，遵守这一定律的前提是没有相当把握坚决不下单，并且做好安全空间和严格止损。外汇交易的安全空间是当汇价在阻力位和支撑位附近20～30点的区域。聪明的止损符合两个条件：一是最大止损的损失不超过账户总额的5%～8%；二是止损要离开支撑位和阻力位稍微远一点，离开30～50点会相对安全点。控制仓位：仓位控制在账这是因为外汇交易很多执行的是保证金和强制平仓制度，控制不当，就会出现爆仓的情况。

对于金融市场而言，中东政局动荡将会带来两方面风险。首先，原油价格势必会在此影响下持续上涨，而这将在一段时间内对全球经济复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



苏构成威胁。其次，随着突尼斯和埃及总统双双下台，这两国政局出现权力真空，此时伊斯兰激进分子很可能会乘虚而入，而后者掌控时局后与西方国家的合作将可能减弱。

此外，欧元区主权债务问题似乎也会卷土重来。爱尔兰新一届政府急需对债务方案进行重组。而葡萄牙似乎也需要寻求援助，因为眼下该国融资成本依然处于过高水平。一旦出现这种情况，那么接下来市场关注的重点将集中在西班牙不断加剧的金融问题，以及其债务问题给欧洲银行业体系稳定性带来的更大威胁。

这是最新的人们关于汇率风险的分析，不过小心这种描述。从外汇的交易风险来源看，有时这些来自政治风险的浅显分析，并不一定是采取进攻策略的好时候。哈佛教授博迪分析，在第三世界国家的政治分析中，几乎很少有成功的范例。另一个问题是，即使找到这样长期的范例，它们的规律性几乎全部和外汇交易没有相关性。这等于说，索罗斯的那类蓄谋已久的金融阻击游戏，也许只不过是个巧合而已。

正因为如此，在 1987 年和随后的 1993 年，1999 年索罗斯的外汇传奇的发生率也开始大大减少。他手下的量子基金在这个时候也不同程度地出现亏损。而在这种风险面前，索罗斯的基金仍然可以存活，正是靠着索罗斯的克制和保守平仓手段。

对于一般投资者来说，能在合适的时机，关键的外汇交易上，分辨机会和陷阱是投资成功的最大秘诀。保守型策略不一定让你成为索罗斯，但至少不变成天量亏损家。尽管这意味着你可能幸存下来，不过作为 10%的幸存者，外汇投资的绩效已经是成功的。

第六节　谁在左右汇率的升降

2008 年初韩元兑美元的汇率从 1 美元兑换 942 韩元上升至 1 美元兑换 1029 韩元。那时韩国的证券分析师推荐购买出口型企业的股票，认为这些股票将成为受益股。但是 2008 年末结算的结果却和分析师们的预测截然不同，尽管这些以出口为主的企业获得汇率大幅上升的利好，但大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



部分企业的营业利润减半甚至出现赤字，股票价格也大幅下降。这让分析师们着实感到无法理解。

一般情况下，在市场上的经验是股价和汇率走势相反。在汇率下降的阶段，股价指数上升；在汇率上升的阶段，股价指数下降幅度也较大。至少所有的分析家们会根据他们华尔街的流行谬论进行这样的判断。

经典的解释是，当经济出现出口量减少、国际经常性收支项目盈余减少、财政赤字加大等恶化的迹象时，外国投资者就开始逃离市场，股票价格开始下降。其后，消费减少，企业销售额和营业利润减少，股票市场的资金开始转向银行存款或外汇市场，股票市场出现资金困难。如此一来，股价指数下降到合理水平以下，汇率上升到合理水平以上，市场泡沫形成。这种观点从韩国到华尔街比比皆是。

选择韩国解释汇率变脸的规律，最主要的原因是它是一个受过索罗斯的量子基金打击的重点国家，其次这个国家的外汇投资受到进出口的影响很大。而且它似乎适合所有的汇率决定理论。

经济学家们通常不愿意在汇率决定的问题上发表意见。他们在汇率决定上有形形色色的理论。代表性的理论主要是以下几种。

第一种是国际借贷说。英国人戈逊于1861年提出。他认为，汇率决定于外汇的供给与需求，当外汇的供给大于需求时，外汇汇率下降；当需求大于供给时，外汇汇率上升。外汇的供求是由国际借贷引起的，而国际借贷的产生源于一国的外汇收入和支付。该理论其实很简单，他的意思无非是说因为会计上的进出发生变化，借外国人的钱会引发本国货币增减而已。韩国在索罗斯运动的时候就发起国民自救的活动对冲。

第二种由美国学者阿尔盖在1981年提出新的国际收支说，在国际收支说中，影响均衡汇率变动的因素有国内外的国民收入、国内价格水平、国内外利息率以及人们对未来利率的预期。

当本国国民收入增加时，进口会随之增加，国际收支就会出现赤字，从而导致外汇市场外汇需求大于供给，本币贬值；当外国国民收入增加时，本国出口增加，国际收支会出现盈余，外汇市场上的外汇供给大于需求，外币贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当本国物价上涨或外国物价下降时，本国出口减少，进口增加，国际收支出现赤字，外汇的需求大于供给，本币贬值；反之亦然。当本国利率上升或外国利率下降时，国外资本流入增加，从而导致外汇的供给大于需求，或本币的需求大于供给，本币升值；反之亦然。对未来外汇汇率看涨，人们就会大量买进外汇，外汇就会升值。这个理论其实是从外汇的来源看的，主要关注资本流动和进出口，对于投资市场来说，这意味着进出口的环境、长期资本投资活动都是应该关心的事情。这一点一直被韩国的投资者认同。

第三种，利率平价理论。利率平价理论由英国经济学家凯恩斯于1923年在其《货币改革论》一书中首先提出，后经一些西方经济学家发展而成。该学说主要研究国际货币市场上利差与即期汇率和远期汇率的关系。

利率平价说的主要观点是：由于各国之间的利率差异，投资者为获得较高收益，就将其资金从利率低的国家转移到利率高的国家。如甲国的利率水平高于乙国，投资者就会把资金从乙国调到甲国。为避免汇率风险，投资者一般按远期汇率把甲国的投资收益变为乙国货币，并将此收益与在乙国投资所得收益进行比较，从而确定投资者的投资方向。两国投资收益存在的差异导致了资本在国际间的移动，直到通过汇率的调整，两国的投资收益相等时，国际间的资本移动才会停止。

20世纪90年代之后，无证据表明利率平价说仍然有效。与此理论截然相反的是，具有高利率的货币通常不但没有贬值，反而因对通货膨胀的远期抑制和身为高效益货币而增值。不过，韩国好像是个怪例子。因为它的货币的确贬值了，却执行低利率的政策。

第四种，汇兑心理说。汇兑心理说是从主观心理方面说明汇率变动的一种理论，由法国经济学家阿夫达里昂于1927年提出。需要外国货币是为了满足购买、支付、外汇投机、资本逃避等需要，这些需要是外币具有价值的基础。因此，外币的价值决定于外汇供需双方对外币所作的主观评价。外汇供给增加，边际单位的效用就递减，个人所做的主观评价就降低。虽然个人对外币的主观评价不同，但在外汇市场上供需将达到均衡，供需均衡时的价格就是实际的汇率。这种评价是主观的，但也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



受客观因素的影响，如贸易收支、资本流动、投机状况等。

第五种，资产市场理论。资产市场理论是20世纪70年代中期以后发展起来的一种重要的外汇决定理论。该理论是在国际资本流动不断增加的背景下产生的，因此特别重视金融资产市场均衡对汇率变动的影响。资产市场说的一个重要分析方法是一般均衡分析，它较之传统理论的最大突破在于它将商品市场、货币市场和证券市场结合起来进行汇率决定的分析。在这些市场中，国内外市场有一个替代程度的问题。而在一国的三种市场之间，则有一个受到冲击后均衡调整的速度问题，由此引出了各种资产市场说的模型。资产市场说包括货币论和资产组合平衡论。

投放于投资产品的资金已经远远超过进出口商品和服务所需的货币兑换量，这有助于解释20世纪90年代的货币现象，即日本股市和日元同时下跌，而美元和美国股市同时获利，与根据利率平价理论预测的结论恰恰相反。在该理论中，利率并非最关键的因素，商品间的相对价格也不是最关键的，最关键的是流入投资产品市场的净资金量，它直接影响货币需求，带动货币的买卖。

第七节　如何决定外汇投资的盈亏

对于一个初出茅庐的投资者来说，在外汇市场看到这样的标价，直观的理解是：USD/CHF的买/卖价是1.6322/1.6327，意味着买1美元需要1.6327瑞士法郎或卖出1美元要1.6322。

假如你看跌瑞士法郎，就一定会执行在这样的策略，你会买入美元（同时卖出瑞郎），并等待价格上升。于是你会做出此交易：买美元100000并卖掉163270瑞士法郎。如你所愿，USD/CHF升至1.6435，你可以以1.6435瑞士法郎的价位卖出美元或以1.6440瑞士法郎的价位买入美元。因为你是看涨美元（即是看跌瑞士法郎），你现在必须卖美元及买回瑞郎以实现任何赢利。你卖掉美金100000在目前USD/CHF价格1.6435，并收到164350CHF，由于你原来卖出（支付）163270CHF，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的赢利是 1080CHF。要计算你美元为单位的盈亏，只要简单地将 1080 除以目前 USD/CHF 价格 1.6435，总赢利＝US$657.13。这是任何一本教科书交给学生的套利交易方式。

这也是一个典型的外汇投资盈亏计算案例。粗看，这个计算方式是很简单的。外汇投资的盈亏并非像其他投资那样必须套现，而是通过套利比较的形式计算盈亏。理论上和最简单的投机，比如买空卖空是类似的。

在外汇市场，投资的结果并没有什么差别，都是确保赢的时候赢得多，输的时候输得少。这里，要了解什么决定投资系统的盈亏，就需要引进一个盈亏比的指标＝一段时间所有投资赢利单的赢利之和/相同时间段所有亏损单的亏损之和。盈亏比反映出投资交易赢利所冒的风险，投资的收益盈亏比是 3 是指平均来讲赚 3 元钱，要付出 1 元的止损。或者说冒一元钱的风险的一项投资获利了 3 元。长期来看，投资盈亏比，才是直接反映投资者综合水平的一个量化指标。

之所以引入该指标，主要是因为外汇投资的交易是没有时间限制的。这种情况下，采用其他证券的交易期的时间规律是行不通的。为了平均估计业绩，采用一段代表性的时期才能看出自身的水平投资的效果。

外汇市场主要的交易时段列表如下：

市场	时段（北京时间）
惠灵顿	04：00～13：00
悉尼	06：00～15：00
东京	08：00～15：30
香港	10：00～17：00
法兰克福	14：30～23：00
伦敦	15：30～00：30
纽约	21：00～04：00

另外仔细观察上表。显然这些外汇交易市场的交易时间是存在交叉的。这就带来了另一种奇特的便利，也就是在不同的交易市场间套利的做法。由于存在这种交叠的市场和时间分布，所以采用简单的点时间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



交易盈亏计算也是不行的。

一般来说，在长期、大量从事低盈亏比交易的就是低盈亏比系统。低盈亏比交易有以下几种：可能带来大亏的衍生交易，包括重仓、不止损、卖出没有对冲的期权；逆势交易，抢反弹交易；超买、超卖区开大量新仓交易；在没有趋势的行情里，高抛低吸。反过来，高盈亏比的投资应该是该项投资风险不大，或者能够控制住风险，而潜在可能实现的利润非常大。

总体上说，一个好的外汇交易规则就是高盈亏比占优势的系统。所以以下方法都应该是有效提高赢利水平的手段。一些高明的外汇交易员就是在这方面操控的高手。

第一，首先砍掉所有低盈亏比交易。

第二，买卖的成功率，主要取决于对市场运作原理的认识。和能否按照市场的运作原理建立买卖信号系统。

第三，赢利的幅度取决于行情的大小，能否发现大行情，又取决于对金融市场的认识水平、预测水平，和跨市场的品种选择。

看 30 分钟图表，每天都有一个投资机会。看 4 小时图表，每周会有一个机会。看日线图，一个月差不多有一个机会。看周线图，差不多一年才有一个机会。30 分钟的机会。持仓只有几个小时；这些“机会”的盈亏比不超过 2。4 小时的图表行情，持仓几天；4 小时图表上的交易盈亏比不超过 4。日线图上的买卖，可以拿几周；日线图的趋势上，盈亏比有机会达到 8。周线图上的可以拿几个月。周线图上的趋势，运用加码，可以达到更高的盈亏比。

在外汇交易中，很多投资者希望不断完善自己的投资技巧，找到一种可以屡战屡胜的投资技巧，但这几乎难以做到。由于外汇市场是最难被人为操纵的金融市场，因此在某些时候，汇率的波动充满了随机性。想要在此获得长期稳定的收益，就必须在完善投资技巧的同时，考虑赢利概率和盈亏比例对投资成绩的影响。

赢利概率，是指投资者的交易策略长期以来的成功概率，某次交易的盈亏是由分析技巧、运气等因素决定的话，那么一系列交易的盈亏，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



则更多的是由操作系统的赢利概率和盈亏比例共同决定的。

比如某人判断欧元兑日元交叉盘在 138.50 到 139.50 之间，有潜在的中期支撑，同时上周欧元兑日元下跌趋势在日线上虽然明显，但在周线上还在上升趋势中，因此并非纯粹的逆市交易。

从基本面分析，利率一直是近期市场的焦点，而欧元相对日元的利率优势也为该交叉盘最近的走势提供较好的支撑。

在过去的实际交易中，某个参考的赢利概率，即在欧日交叉盘出现上周一的技术形态时，上涨的概率大约只有 44%。这个时候总的交易水平就等于交易的单数和点差、概率三者的乘积。

第八节 如何规避汇率波动带来的风险

2010 年以来，在次贷危机冲击下，中国学生留学海外成本有所降低，特别是赴澳大利亚、英国、德国、新加坡等地留学。和 2009 年前相比，节省 10%～25%。有些留学机构建议，因为国际外汇市场还面临较大的不确定性，准备出国留学的客户可酌情采取以下办法来规避汇率风险：

一是在看不准汇率走势的情况下，采取分批购汇方式，定期买入学费及生活费所需外汇，可减少一次性大额购汇的风险损失。各种费用能够分散缴纳的，尽量分散缴纳，分散因汇率波动造成的成本波动。这刺激了银行的小额汇款业务。

二是采用国际卡等消费工具在国外按需消费。可在国内用人民币购汇还款，以避免提前置备大量外汇。花多少，购多少。这个办法后来导致了维萨卡和银联卡的竞争。

三是提前购买的部分外汇，可通过银行购买中短期外汇理财产品，对这部分资金进行保值处理。这导致某些外汇产品的波动超乎寻常的大，2010 年也成为国际外汇理财诈骗的高发年。

对于普通人而言，汇率波动的真实冲击主要来源于像次贷危机一类的旅游和留学的费用变化。这也经常是外汇市场上操作和交易的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通常，这类事件，会在5%左右的外汇市场上发生微小波动。对于庞大的动辄万亿美元规模的资金流动而言，能够利用这种波动操作，将带来巨大的收益。索罗斯的手段也许不好模仿，但是在短期内利用这类事件，进行杠杆操作，还是可以获得极高的收益的。

对于确切地了解外汇将要波动的人，这没什么影响。对于一般偏向保守的人来说，汇率的下跌却有可能危及别的投资。经常会出现一种高度相关的资金转移潮，当资金流向外汇市场的时候股市的抛售潮也可能出现，这经常成为从事全球投资的人们的噩梦。

大多数购买外国股票的投资者不会对货币风险进行套期保值。他们只是被动地接受外国股票投资带来的波动，听凭手中的筹码涨跌浮动。两种方法的共同之处在于接受货币波动的不可知性。要么完全规避货币效应的影响，要么听之任之，置之不理。布兰德斯研究所的研究证实了这一结论。从长期上看，比如说10年以上，套期投资和非套期投资的结果将会极为接近。这是因为长期这种波动根本已经被市场吸收了。按照90%的淘汰率，投资者根本没有机会接触到这些经验。

同仅投资于美国股票相比，全球性投资还有另一个明显的差异之处：那就是货币。外汇的波动经常是受到投资者指责的是其中恶性的货币贬值，这让从事商品投资和进出口实体贸易的人们痛苦不堪。同样的这也会反映到外汇市场的大部分。进出口的规模通常会影响外汇的价格。有些中小规模的国家，在汇率上的波动，流动的资金规模甚至可以超过该国国内生产总值数十倍。这些小国也经常通过收取过境手续赚钱。当然，投资者盯上了一个货币主权衰微的国家，它的产值很小，那么足以导致这个国家因为短时间的资金流动发生一系列的资金断裂和崩溃。索罗斯对付泰铢，引发东南亚的做法，其实就是如此。

外国股票采用外币报价。当一种外国股票以报价货币表示的价格上涨时，这种币值相对于你自己的本币出现贬值，那么，你就会丧失部分或全部股价上涨带来的收益。

在汇率发生激烈变动的时候，这个世界上同时能够存在一套系统对冲这种资金流动。从理论上说，有可能降低损失，甚至有所收益。这就是远期和期货，更进一步的还有各种添加了股票和基金、债券形式的合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同在其他交易所交割，抵消这种名义上的损失。

这种手段也不是如今的人所发明的，这种做法的灵感，本来来源于进出口贸易的保证交易和货币选择。

套期保值的具体原理如下。假如你的股票投资数额在买进时为 1000 英镑。由于股票是按英镑计价的，因此，这就相当于你手中持有相同数量的英镑货币。为消除汇率风险，你可以通过货币远期和约的方式卖出这 1000 英镑。这就像股票交易中的卖空：你不必拥有这些股票，只是把这些股票借到手。有了货币远期和约，你就不再拥有这些货币，而是拥有相同价值的工具公司股票。在这种情况下，我们就可以说，你已经对自己的投资进行了套期保值。此时，同时用两种价值相同的交易工具，只不过一种是多头，另一种则是空头。当你卖出股票的时候，就相当于平仓远期和约，收回本币。

实际在外汇交易中，为了抵消大规模的系统风向，许多人都倾向在别的投资品方面作相应的对冲操作。例如在现在，我们可以用五种主要货币进行 90%左右的投资：美元、欧元、英镑、瑞士法郎和日元。剩下的资金可以用来进行外汇指数期货的套期保值处理。在出现了套期保值和远期后，今天看来它是防止出现大幅的波动的最好办法之一。

由于进行商品投资的人主要从事这种外汇的保值操作，所以通过进行外汇投资者甚至在这里就可以实现低效商品市场的有形汇率冲击。这同直接干预进出口贸易等实际形态的汇率冲击没有什么两样，只不过这是靠账户和订单实现的而已。对于进行大幅度操作的人们来说，这无疑是个福音。

第九节 交易账户的资金越充裕越可靠吗

许多年轻的外汇交易的交易员比如罗姆认为，在 100：1 的杠杆下，10 万美元的标准手的交易需要 1000 美元作为保证金，那么要进行该交易，账户中有 1000 美元的资金就够了。其实，老到的外汇交易员凭直觉就知道这是错的。进一步想一下，就会发现问题。交易账户中的资金数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



量仅够满足某一给定头寸的最低资本金要求，该交易员可能很快就会面临灭顶之灾。

于是，罗姆在碰到几次钉子后，开始问到底有多少资金才是“足够”和资金充裕的。后来有位师兄说：准确数量要因交易员而异。但一个为很多谨慎的零售交易员所使用的一般性指导原则是，账户需要一直保有的资本金数量至少应是某一特定交易所需保证金的10倍。

简单来说，假如一个交易员希望交易一个面值1万美元的标准手，杠杆率为100∶1，需要的保证金是100美元，那么交易员的账户中应该至少一直要保有1000美元。同样，一个交易员希望交易一个面值10万美元的标准手，杠杆率为100∶1，需要的保证金是1000美元，那么交易员的账户就应该至少一直要保有1万美元。最后，师兄告诉一头雾水的罗姆，这也只是一个一般性的指导原则，因为每个交易员的风险特征和风险偏好肯定是不一样的。

一个投资外汇的老手经常会用上面的“经验”劝说任何入市炒汇的门外汉。显然，在这些交易员的眼中，外汇交易的资金充足，是满足最低资本保证金要求的门槛的充裕。既然如此，一个问题就是出现了，是不是说这样的资金越多就越好呢?

表面上说，对于风险大的交易，准备较多的资金至少是可以防止出现爆仓这样尴尬的损失。问题是，在外汇交易上，这种观点有可能是致命的。要想理解这一点。就让我们仔细观察一下外汇交易的特殊性。

首先外汇交易是一种整体性的交易，某一项指标，比如资金保证金并不能起到什么作用。外汇交易并不容易，为什么一些交易者可以在经过一段时期的研习之后达到一个很高的绩效水平，同时还能不断地提高自己的交易水平，而绝大多数外汇交易者基本上在步入外汇交易界之后就一直处于徘徊状态，这里面的区别就在于是否具有整体思维能力。

外汇交易是一个系统过程，我们不能以系统思维来驾驭外汇交易过程，就基本不可能取得持续的高水平绩效。

和其他类型的金融交易相比，在外汇交易中没有经验可能很难进行有效的风险管理。外汇基本分析的发展长期落后于技术分析，缺乏能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为散户方便采用的基本分析策略，现在的基本分更像是无招无式的乱打，难听一点就是叫乱弹琴、乱戳来。外汇基本分析的发展基本上还停留在一堆文字的叙述上，其实基本分析完全可以和技术分一样形成一定的工具和模式，不过真正有这种技术水平的人极少。这样在实际操作中的结果可想而知。

外汇交易市场的杠杆率非常高。这种高杠杆率经常是巨大的魔鬼。1美元的保证金能够控制的交易量可以达到100美元甚至更大，潜在的利润被放大到了极端的程度，但许多初学者似乎很容易忘记破产的风险也同样巨大这一点。从正面的角度来看，高杠杆率当然很吸引人，但它也会诱使那些不慎重的交易员变得过于轻率和贪婪。正如我们很快将看到的，在某些时候，轻率和贪婪会不可避免地会导致交易失败。很多时候，往往是有最多资本保证金的人最先从外汇交易中崩溃。随着收益的增加，理智的底线也逐渐松动。

一个典型的外汇交易员的生活记录单：

早晨5点起，新西兰、澳大利亚汇市开市，然后新加坡、东京、香港等相继开市；

下午3点起，欧洲的巴黎、法兰克福、伦敦等也相继加入；

至晚上8点，北美的纽约、温哥华也开市运转，直到第二天凌晨4点北美收市。

下午下单13：30～14：00分析，14：00～16：00下单。

晚饭后下单20：20～20：40，下午单是否存在，如若在可考虑平仓。

晚上下单23：00～24：00，看盘看单是否需要过夜，一般不考虑过夜。

主要行情大部分都发生在北京时间14：00～22：30，而且在这段时间差不多都是一个方向。也就是说，你在一天的14：00～16：00下单，方向对了的话，通常都有60点以上的利润。错过了这个时间段下单，那么你的止损不好设置，毕竟下单不仅仅是利润，还有风险。

最后，外汇交易本身的工作流程决定了这样一个事实，只要他从事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



外汇交易，在24个小时内的工作中，不犯错的概率是很低的。而据心理学家和行为金融学家的研究，外汇交易从业者的心理抗压能力在交易时间段内容易走低。因为那些交易时间，都是一种超越人的正常工作的生理极限的。对于一个正常人来说，判断能力下降是相当正常的事情。即使在技术上，尽管在外汇交易的每个阶段，网络带宽资源的闲置率是很高的，遗憾的是，由于较低的反应速度，过度冲动，这一阶段却也是外汇下单失误率最高的时候。

考虑风险收益比的话，这个时段是最佳的。不过这也是失误率最高的时候，新手一般不做数据行情，有大的数据公布的时候，应可能避免纯技术面分析。只关注两三个或者只有一个货币对的时候，花20分钟分析足够了，其他的就耐心等待合适的入场点。这种模式，成功率有50%，一个月（交易6～10次）有5%～20%的收益率。其他时间段适合IB做交易量拿佣金，不适合投资者本人去做。所有的资金都亏损掉了，交易也就彻底宣告结束了。许多经验丰富的交易员会严格遵守着这样的成功哲学：将所有的精力都集中于做好资本保值，赚取利润就不用操心了。

第十节　为什么说炒汇需用杠杆撬动收益

2008年中国频频出现利用外盘炒汇的骗局，当时武汉就有一个所谓的联汇通公司。这家公司的主管声称：公司直属香港第三大金融集团灏天金融集团。通常人们知道，香港第二大金融集团为汇丰银行。而所谓联汇通公司就是武汉唯一有牌照能够合法经营外汇资格的公司，在全国各地共有9家分公司。

这个公司一个杨姓金融投资顾问。得知某公司有投资外汇意向，便马上拿出一份该公司宣传册，宣称专业提供外汇保证金交易和黄金现货交易。

如果有人问："我们手上也就5万多元，想玩一下外汇，该怎么办？"公司余某和胡某两位主管此时就会出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



余主管称，“外汇波动较小，5万元做实盘交易根本没有意义，你若使用我公司代理的交易平台就可最高获得100倍的资金放大。即存入5万元保证金，可以购买相当于500万元人民币的外汇，哪怕只波动1%，都能赚到5万元。”

按照这个主管的介绍：联汇通公司是3大外汇交易商的签约代理，分别为时信国际公司、灏天投资公司、英皇投资公司。这3大交易平台任由选择，都可以做保证金交易，不仅可以炒外汇，还可以炒黄金。

胡主管补充：“这些交易商你在网上都可以查得到，都是受“香港证监会监管的”，“英皇投资集团，你总听说过吧，这么大公司难道还会骗你区区5万元?”

像这样的诈骗形式的外汇杠杆交易并不罕见。但不少人看不出这种骗术的罩门在什么地方。以经济学的观点看，受骗的动机却是外汇交易的一大特点：高杠杆操作。与其他交易不同的是，杠杆一直是外汇交易的最大优势。美国的杠杆曾经高达四百比一，后来调整为一百比一。日本和韩国大体调低至二十比一。相比之下，不到当前美国平均水平的三分之一。它们的利润上限不如美国本土经纪商那么高，但亏的时候也不会像后者那样一败涂地。

可以说，外汇失去了高杠杆的交易优势，这种交易的吸引力马上就会下降。在外汇保证金交易中，炒汇者采用高杠杆。只需投入几百美元，就能当成几万美元来用，根本不用担心“本钱不够”。对真正的交易好手来说，杠杆越高，利润越高。在交易顺利时，高杠杆会帮助交易者实现创纪录的收益。投资者极少表示担忧。不过爆发信贷危机后，投资银行在高杠杆的风险抵押贷款上栽了大跟头。美林、雷曼兄弟控股公司和贝尔斯登——都已经并入规模更大的银行或是破产。

人们投身于外汇交易，“原因之一，就是外汇保证金能以小博大。”杰瑞，一位在北京述职的执业律师说道，对海外投资者，这是最大的亮点。亚洲一些国家的法律框架在支持高杠杆交易方面，远远不够。这使得一些国家的投资者不会在外汇保证金上投入多少本金。

降低杠杆，大量客户将离开美国。这点已经成为美国经纪商的隐忧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经纪商联盟组织了抗议活动，但收效不大。根据 CFTC 的统计数据，从 2010 年 1 月 1 日至今，只有五千余封抗议信件，这个结果让人失望。这反映了交易者已经做好了撤离的准备。

要想理解高杠杆对于炒汇者的重要性，其实还得追根溯源。按照无套利定价的原理，为了保持风险中性，任何一种交易要想让投资者进入，首先必须保证交易的机会成本太高。

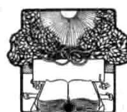
外汇的成本往往就很复杂。交易肯定需要成本，经纪人也有成本，因此利润是赢利减去交易成本剩余的部分（所有这些成本都扣除后还有的话）。你正在考虑每次获取 5000 美元利润的交易，那么可能对 100 美元的交易成本就不关心了。然而，你的定位是在短期内做大量交易，那么交易成本就是一个需要考虑的大因素了，至少它应该是。例如，你每次交易的平均利润是 50 美元。那么对 100 美元的交易成本，你就会倍加关注了。

其次，外汇经纪商在每次买多或卖空一个头寸之时收取费用。最后执行成本——点差。它通常是买价和卖价之间的差额（这也是经纪人的有利条件）以及高波动性的成本。当市场制造者不敢确信他能在某一价格处理掉你的头寸时（因为市场是在波动的），你的执行成本就会上升，以覆盖掉他的风险。门罗·特劳特在杰克·施瓦格的《新市场奇才》一书中说，他在他的交易方法中延误就很少。最初，他通过很多交易商来执行，并且对每个经纪人每次交易的延误进行了跟踪。该延误值太高了，那么就寻找其他经纪人来取代这个经纪人。特劳特最后认为，仅仅为了确信他的指令被正确地执行了，就需要买进自己的经纪公司。

此外，还有税收成本——可以说目前外汇市场还没有这一块，交易商基本上已经转化到点差和佣金里面了。这些成本的比例数字很低，绝对数字却相当高。看看金融税在欧洲那么受欢迎就知道政府会怎么做了。

看一下这么多成本。计算起来外汇交易的利润太低的话，那么连这些成本都无法摊销。因此，为了吸引交易者进入。通常外汇交易的杠杆高也是自然的，所以门槛也相应低些。这符合风险和收益的关系原理。高收益，自然也要高风险、低门槛，否则进入者很可能被吓跑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第九章
对冲基金是嗜血的金融大鳄，还是悲悯的救赎者

第一节　对冲基金真的能实现对冲吗

在2012年5月份的第二周美国摩根大通CEO杰米·戴蒙关于公司在六周内亏损20亿美元的爆料，让全球金融市场为之震动，多家美国银行股价大跌。根据对冲基金行业内部分析，在2012年第一季度，那些对冲基金的经理人都继续坚持最初的压赌，这主要是因为摩根大通目前正在权衡如何限制其亏损。

CDX. NA. IG. 9指数是北美投资级评级企业CDS指数（Markit CDX. NA. IG）中包含125家公司债务的衍生品，每年3月与9月，该指数会更换并重新确定125家公司名单，而摩根大通和对冲基金则利用该指数更新公司所造成的不同期限合约之间价差扩大进行反向套利。随着摩根大通不断退出某些交易，但这些对冲基金都继续坚持早前的押赌，他们认为，信贷违约互换之间存在较大的价格差异，将最终回归正常。据最新的消息判断，高盛公司的实际看法其实早就有所披露："这看上去仍具有吸引力，我们的基金可能会认为他们能够进一步进行交易。"经过几周的调查，现在看起来除去内部控制不力外，高盛公司的对冲显然导致了摩根大通的巨额损失。

作为全球顶级的投行，经常和对冲基金的业务重合并不是稀奇的事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



情。在投行出现规模惊人的损失中，有一个问题可能让人们怀疑，对冲基金在这类活动中到底扮演了何种角色，它们真的能对冲风险吗？

也许需要向过度神化对冲基金的人们提一个醒。对冲基金并不总是能够实现对冲。特别是在他们挑战那些大规模的承销商，例如高盛和摩根大通这样的“硬茬”，不出血的情况并不多见。杀人一千，自损八百。倒是常事。正因为如此，有些时候，为了抵消影响，他们经常也拿投行的投资策略作为对冲的对象。

对冲基金，其实只是一种以销售金融期货和远期利率等衍生品交易为主的基金。许多投行，例如摩根大通，也买卖这些产品。所以从产品上说，对冲基金和投行本质上没有差别。真正让对冲基金变得可怕的其实是它的交易策略和手段。也就是传说中的对冲和大规模的秘密投机交易手段。

根据对冲基金持有的多头和空头头寸的比例，方向性策略可以进一步细分为以下五种：

1. 只做多头策略。这种策略只允许基金持有多头，和传统的共同基金一模一样。近年来，采取只做多头策略的对冲基金数量很少，因为投资者可以通过共同基金来做多头，没有必要选择收费高昂的对冲基金。现在，只做多头的对冲基金只存在于新兴市场国家的股市，或者某些特殊的衍生品或结构化产品市场，因为这些市场非常复杂，需要特殊的专家进行投资。

2. 只做空头策略。这种策略只允许基金持有空头。只做空头的对冲基金的命运比只做多头还惨，因为股市的长期趋势是上涨，其他金融资产的长期回报也不会是负数，所以只持有空头必然是站在时代潮流的反面。从 1990 年代开始，只做空头的股票对冲基金基本上被大牛市消灭了，现在即使在债券和衍生品市场上也很难找到这种基金。

3. 偏向多头策略。采取这种策略的对冲基金持有的多头头寸总是多于空头头寸，从而保持净多头。在牛市行情下，这种基金的表现会不错，而在熊市行情下会受到一定程度的打击。

4. 偏向空头策略。与偏向多头策略相反，持有的空头头寸总是多于多头头寸，从而保持净空头。从长期看，偏向空头的对冲基金收益率一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



般是负数，只能起到对投资组合降低风险的作用。

5. 多空仓策略。这种策略比较自由，基金经理可以根据他对市场的判断，选择多头和空头的比例。他认为市场走势非常强劲，即使持有100%的净多头也无；当他对市场悲观的时候，也可以持有100%的净空头。在这种情况下，对冲基金的表现虽然依赖于市场走势，却可以在市场上升和下降的情况下一样赚钱，条件是基金经理的判断准确。

这里要说的是，在20世纪90年代中，凡是采取大规模的空头策略的对冲基金的经理人，除去一塌糊涂的，多数已经被告上法庭，或者正在官司缠身。只有极少数家伙逃脱制裁，不过他们自己并不是对冲基金的负责人。不过这也并不是主流。

1949年阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯在纽约建立第一只对冲基金以来，对冲基金已有60余年的历史，在国际成熟金融市场上已成为资产管理行业的主流之一，管理总资产超过2万亿美元，而且因其积极主动的投资策略在资本市场中起着举足轻重的作用。同时对冲基金还创造了一批为大家所熟知的投资精英，例如逼倒英镑的乔治·索罗斯，靠“量化黑盒子”成名的詹姆斯·西蒙斯，还有在2008年金融危机中胜出的约翰·保尔森。

我们现在要指出的是，根据哈佛教授格罗斯曼和一些对冲基金的研究者的统计，对冲基金的胜率并不像想象中的那么高。据美国一家咨询公司调查，美国有四分之一的对冲基金总资产不超过1000万美元。此外，大部分对冲基金的杠杆比率都低于LTCM的水平。据不完全调查，将近三分之一的对冲基金根本没有借款，另外54%的对冲基金的借款都未超过自身资本额。而且正如索罗斯自己承认的那样，他是个保守的成功者。多数的对冲基金只要不是宏观对冲基金，他们很少有胆量在长期的宏观市场上下赌注。类似索罗斯和保尔森这样的人，不会关心华尔街市场上普通的指数涨跌，他们经常是围绕经济周期的可信风险布局。

回顾1998年亚洲金融危机中，10家最大的货币基金对一篮子亚洲国家货币的净头寸及基金赢利均未出现显著变化，说明这些对冲基金并非货币危机的肇事者。在此期间，对冲基金确实联手沽空泰铢，使其大幅度贬值，但这是在最早掌握信息的泰国投资者大量抛售本币之后，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



且当时其他外国机构投资者也进行了同样的操作。所以很难说他们真的对冲了泰铢。

而且，最为糟糕的事实是，对冲基金尽管掌握巨大的资金，实际的流动水平并不高。部分对冲基金的业绩好于其他机构投资者，能更有效地保护投资者的利益。在多数年份里，对冲基金的业绩要好于其他投资基金，具有最高回报的对冲基金回报率超过具有最高回报的其他股票投资基金的回报率。即使对冲基金惨遭失败，受损的只是少数富裕人士和机构投资者，普通大众投资者不受影响。也就是说人们想象中的那种危害天下的对冲，从来没有发生过。

有句话说得好，市场中出现的东西，永远打败不了市场。对冲基金亦然。不但不存在对冲市场的那种对冲基金，其实也不存在对冲一切的基金，相比而言，这不过是一个普通的基金投资而已。

第二节　谁缔造了对冲基金第一神话

他坐在那儿，看上去有 60 多岁，身材矮胖，眼睛近视，神态倨傲。这个外交官出身的人，本身带有被人认为是某种意识形态的产物，直到 50 岁后才选择对冲基金和金融事业，退休后从事和平队的生活。

1984 年后，琼斯逐渐离开了自己奋斗半生的基金行业，在另一个领域找到了自己生命的价值——和平队。和平队计划实施至今，已有超过 20 万名美国青年志愿者在 139 个国家服务过。

有趣的是，即便在公益组织中，琼斯也念念不忘“对冲”的概念。他以和平队为蓝本创建了一支“反和平队”，资助其他国家的志愿者来到美国，与美国人一起工作，了解美国的文化。

1989 年 6 月 2 日晚，89 岁的阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯在睡梦中安详离世。第二天各大报纸纷纷刊登了他的讣告，哀悼这位“投资家、社会学家、人道主义者和前外交官”。多姿多彩的人生赋予他众多头衔，似乎冲淡了他另一个举足轻重的身份——“对冲基金”的发明者和世界上第一家对冲基金的创始人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1919 年，阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯被哈佛大学录取。四年后，他并不是什么优秀的哈佛学生。在海上漂泊一年后，琼斯通过了外交部的考试，成为美国国务院的一名工作人员。1930 年 12 月，他任职美国驻德国柏林领事馆副领事。

想知道对冲基金的神话是怎么造成的，这个身份应该说具有标志性的特色。因为并不是所有的对冲基金都有翻天覆地的能量，在这个世界上，只有极少数人才可能具备这类能量的资格。大型的宏观对冲基金，之所以创造神话，其中政治的色彩，总是如影随形。在德国四年，琼斯的角色究竟是什么样的，对于这一点，华尔街的传记记者多数不敢秉笔直书。这个副领事任职期间，希特勒的力量正在冉冉升起，而美国的富豪们用金融的力量和纳粹党的中央银行勾勾搭搭。

奇怪的是，琼斯娶了一个犹太共产主义者的妻子，同时也是一个银行家的女儿。此后他们一起前往内战中的西班牙。之后这段婚姻就莫名其妙的结束了。此后直到 50 岁，琼斯先生一直是个默默无闻的社会学者。除去和国务院的人们有着特殊的关系外，看不出有什么金融上的高明战略。

1941 年，琼斯获得美国哥伦比亚大学社会学博士学位（哥伦比亚当时是个苏联流亡者啸聚的地方）。他的博士论文为《生命、自由与财产》，在论文中，他探索了俄亥俄州橡胶城阿克伦市民对财富的态度。不惑之年的老博士琼斯终于有了一份稳定的工作——为《财富》杂志撰稿。

转折点发生在一次专栏文章的邀请上。战后，琼斯已经是两个孩子的父亲，他希望自己的家人生活得更好，但仅仅“爬格子”满足不了物质上的需求。再加上为了写这篇文章所做的研究工作让琼斯也心痒起来，于是有了在投资领域一试身手的念头。在文章发表前两个月，琼斯筹集了 10 万美元（其中有他自己的 4 万美元），在百老汇街上租了半间办公室，与人联合创办了一家投资公司，他的“多/空”策略于是可以应用于实际的投资活动中了。

此后，琼斯先生的业绩一发不可收。琼斯的公司成立的第一年投资回报率就达到了 17.3%。据塞巴斯蒂安·马拉比透露，到 1968 年，琼斯的累计回报率高达 5000%，远远超过他的竞争对手。在 1965 年之前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的5年里，他的收益率是325%，远远超出当时最热门的共同基金225%的收益率。

在1965年之前的10年里，琼斯的收益率差不多是他竞争对手的两倍。琼斯的公司还收取管理费与业绩提成，并为了逃避法律的监管而将投资者数量限制在99个。此外，为了不被对手知悉自己的投资策略，也还为了逃避税收和监管，其实还因为自己曾经是个奇怪的外交官和社会学者，和那些苏联来的傲慢的社会学者具有同样的血液和遗风，琼斯一向保持着神秘的行事风格，这些规则和习惯日后都成了对冲基金公司固有或默认的行为规范。

可以看出，大多数对冲基金的传说基本上就是琼斯建立起来的，人们关于这些神话，也基本上是琼斯先生的复制而已。

甚至有人开玩笑说，琼斯先生的画像才是金融家的典型面貌。君不见漫画和传言中关于华尔街的精英的描述不都像琼斯吗？

在1966年发表在《财富》杂志上，卡罗尔·卢米斯写道："现如今，世界上最棒的、最职业的资金管理经理就是这个说话轻柔的、使人印象深刻的男人。"在这篇文章中，卢米斯第一次创造出了"Hedge Fund"这个词，从此它成了对冲基金的标准名称。文章刊发后，迅速激起一股对冲基金热潮，3年内至少有130家对冲基金如雨后春笋般建立起来，这其中包括后来叱咤风云的索罗斯的量子基金以及"世界级短线杀手"迈克尔·斯坦哈特的合伙公司。

传奇投资大师巴顿·比格斯中表示，"不是特别喜欢琼斯先生"。尽管如此，比格斯还是应邀帮助琼斯设计了一个投资组合，并且让他的公司赚了大钱，这导致琼斯想将他从原来的公司挖过来。然而，颇得琼斯欣赏的比格斯非但没有被琼斯挖走，反而撬走了琼斯公司的投资组合经理迪克·雷德克里夫，两人成立了另一家对冲基金公司，这件事可着实让琼斯恼怒了很长时间。

奇怪的是，这也成为对冲基金中的一种神话。在华尔街成功挖角的，往往是这些疯狂的对冲基金。诸如不择手段的金融阴谋、竞争和斗争并不是空穴来风。

对冲基金的神话，其实还有个小尾巴，哈佛大学一直对这个老校友

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不太感冒。特别是在许多书中连琼斯先生的名字都不屑于提到。在许多教授的眼中，这种合伙制度的对冲基金是开了一个逃避监管的坏头。也许这并不是主要的，最主要的原因恐怕是琼斯实在是个外交官本色的人物。你总不能把一个随时随地带有浓重的意识色彩的人当作投资的主角吧！

第三节　为什么选择对冲基金

交易狂人山姆谈到纽瓦克市一个叫吉米的家伙，他一直战绩辉煌。在吉米最得意的那段日子，他收取利润的50%，不要管理费。吉米不是傻子，他知道自己不可能拿着几十亿美元还像几亿美元时那样运营，所以决定改变费率结构，变成30%的利润提成加2%的管理费。吉米从另一个对冲基金大亨那儿挖来一个风头正劲的年轻人，让那孩子管理3亿美元。他要打造一个对冲基金帝国。虽然收费奇高，但只要他保持着那种点石成金的投资能力，资金就会源源不断地涌来。

协议是：那孩子拿利润的15%和1%的固定管理费，等于和吉米平分。面对这么多钱，再出色的年轻人也很难不动心的。另一方面，那孩子也不一定干得长，吉米炒起别人鱿鱼来是有名的快手。至于吉米，他认为自己无论是挑股票还是挑人从来不会走眼，出现问题，一定是别人的问题。你要是为他工作，最好能拿出点成绩来，否则，他炒你时，可别指望什么金色降落伞。除了一个坏名声，你会两手空空地离去。

吉米当然是个好人，可是根据TASS数据库的统计，在截至2003年3月31日的5年时间里，表现前25%和前75%的对冲基金业绩差距为9.5个百分点（分别增长12.7%与3.2%，同期标准普尔500指数年均跌幅3.8%）。这样看来对冲基金的业绩是多么的惊人啊！

想一想投资方略和继承税的问题，拥有1亿美元以上投资资产的机构这是再好不过的策略了。美国多数的百万富翁早已经不再利用私人管家理财，因为对冲基金的功能正在替代他们。

对于一个有着数亿资金的人来说，500万美元购买中长期的国债或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者不可赎回的公司债券，至少年收益是大约 22.5 万美元的收入。在这之外，200 万美元的 10 年期国库券，基本上可以作为固定收益看待。其他的大概都可以作为稳定的收入，投资股票期待成长，而对冲基金永远是重要的投资选择。这里显然你要知道，美国是个高个人所得税的国家。在对冲基金的大人物巴菲特支持个人所得税和减税计划后，要聪明地避税，只有对冲基金能够办到。

当然，我们还得说哈佛的教科书里很少提到避税这个字眼，但是这所学校出现的投资精英都是可怕的避税分子。除去我们知道的琼斯先生，一直在和平队的公益组合基金中耕耘外，他一直是最喜欢告诉客户们如何避税的。米尔肯的上司约瑟夫，更加清楚的支持米尔肯的逃税行为，这在美国战后历史上是惊人的做法。最后对冲基金的大师邓普顿先生做得最彻底，他为了避税，先是从美国人变成英国人，然后又从英国人变成了巴哈马居民。所以从财富保值上说，听对冲基金的，甚至完全可以不请税收筹划师。这是笔好买卖。

多数人并不适合对冲基金，对于富人来说，对冲基金则是他们的保值增值的不二选择。一位基金大亨就曾告诉他的客户：他拥有一只“新兴经理基金”，运营者是他这些年来见到过的最聪明的 5 个小伙儿。他知道那些无畏无惧的年轻人能够冲锋陷阵，但也知道无畏无惧会让他们犯下愚蠢的错误。所以，这位大亨准备亲自严格监视这几个年轻人，就像老鹰监视耗子一样。投资者们很开心，他们当然最喜欢看到这样的组合。这是一种对金钱欲望的产物，至于是否谨慎那是另一个话题。

对冲基金的经营法则是合伙制，在有限的几个人里，容易找到最精明的管理者。查利·芒格就说过，他喜欢“组合基金”的概念。他说道：“双重收费有自己的好处，那么三重收费就一定更好。”伦敦的一家规模 38 亿美元的组合基金为了进一步多样化和降低风险，正在创立一个投资于组合基金的“组合基金”，即将投资于 11 家组合基金。查理·芒格与其说是巴菲特的合伙人，倒不如说是对冲基金中的顾问。

人们既然能够选择管理者，他们也受到更新的创新管理的吸引。还有一个最新进展，那就是银行也进入了组合基金领域，而且为客户提供杠杆。有些富人想花 200 万美元购买一只银行基金。他们的目的也许只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是为找一个新的对冲基金的方式探探手而已。

有的时候，组合基金几乎没什么收益，双重管理费加上贷款利息已经把富翁的投资报表烧出一个大窟窿。结果是客户失望，纷纷从组合基金赎回，组合基金也只能跟着从对冲基金那里赎回。1987 年的大崩盘不能说是投资组合保险引起的，但至少是被它大大激化了。杠杆是毒药。而且老话说得没错：流动性是个胆小鬼，麻烦刚一露头它就跑得无影无踪。

但是这是个一损俱损的过程，相比你的俱乐部的同仁，你并没有丢失什么。出于某种原因一家大型组合基金开始亏损，这时止损机制被激活，组合基金不得不指示它投资的那些对冲基金卖出部分多头，买回部分空头。为满足赎回要求而做出的空头平仓会导致人们的不理智举动。每个人都担心着自己的投资组合，结果是更多的损失和更多的赎回接踵而至。

于是人心惶惶、谣言满天飞，真正的恐慌开始了，投资组合保险和长期资本管理公司的故事重复上演。不过，总有些对冲基金是赚钱的，所以仍然有些人可以获得财富。这样对于一直抱有财富的富人，即使出现这种问题，他们还是宁愿选择一个对冲基金做财富管家。

最后，从较长的时间来看，一只管理良好的组合基金在市场景气时至少不会低于标准普尔 500 指数的涨幅，而在市场下滑时能保护你的投资，且波动性较低。这样真的就很不错了。在 2003 年 3 月之前的 5 年时间中，市场经历了巨大的起落，标准普尔 500 指数平均每年下跌 3.8%，而表现中等的组合基金回报率是 6.3%，表现居前 25%的组合基金回报率是 9.2%，居前 5%的回报率是 15.7%。所以说，组合基金是正确的选择。

第四节 ‘为什么对冲基金是一场骗局

麦道夫事件牵连甚广，连累到许多著名金融机构，对冲基金以至慈善基金也在其中，汇丰控股以及英国对冲基金集团 Man Group，日本野

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



村证券、法国巴黎银行以及英国的苏格兰皇家银行等亦是受害者。

摩根士丹利估计今年全年对冲基金资产规模将收缩四成半，另一对冲基金研究组织 IGS Group 估计，全球三分之一的对冲基金将会倒闭或被并购，相信 2008 年亦是对冲基金回报最差的一年，而行内的并购活动的频繁，就反映行内未来的集成风潮。

据冲基金研究组织 Eurekahedge 数据，2008 年 11 月份全球对冲基金资产收缩 640 亿美元。2008 年整体对冲基金回报下跌介乎 13% 至 18%；11 月份投资东欧俄罗斯地区的对冲基金回报表现最差，为－3.7%，其次是受压证券买卖，回报为－3.3%，最佳的反而是定息工具投资，回报为 2.4%。

市场总是有危有机，美国历史上最大诈骗案麦道夫案件中，最受损的并不是市场。最受伤的其实是麦道夫乡村俱乐部里的富人朋友们。从底层走到纽约的富人区当然是个艰辛的历程，可是麦道夫先生还是比较坦然的。他可以告诉自己的儿子自己一无所有，只有被蒙在鼓里的富豪们一直以为他是个忠实的财富管家。

麦道夫垮了，垮掉的还有大批基金，不过行业内的人士，用脚趾头都知道什么样的基金会垮掉。首先是对冲基金，然后是慈善基金，最后是组合基金。像次贷危机的多米诺骨牌一样，一个跟着一个地倒下。这场诈骗对于对冲基金的中小规模管理人来说，这好像是揭穿他们假面的机会。这些披着财富专家、慈善头目的家伙，就在不知不觉中露出了骗子的狐狸尾巴。

你知道大多数对冲基金是些什么货色的话，你应该毫不犹豫地认为：对冲基金就是一场骗局。而且经常是披着现代外衣的合法仆人的管家骗子。永远记住，在美国对冲基金至少有四分之一是资产少于 200 万美元，至少有一批对冲基金处于崩溃的边缘，至少有一些在做着利用慈善基金之类的幌子专业避税。剩下的唯一的是宏观基金，问题是宏观基金成功和失败都非常可怕。失败者如长期管理公司，差一点让莫顿身败名裂，哈佛商学院不得不在这事情上花费口舌，而施莱弗教授的问题则让哈佛也成了被告。成功者如索罗斯先生少之又少，当你打算进入宏观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金的时候，你没有政治野心，也不是犹太主义者，进入东欧的混乱可能让你成为犯罪分子的头号暗杀对象。

直接投资于对冲基金，把它们作为自己投资组合的核心。这是巴菲特的建议对不对？要在开俱乐部的会面中把握投资机会，这是个了解你的产品的安全的缺口。这是邓普顿的建议对不对？

你拥有伯克希尔·哈撒韦公司，而且你也非常富有并且像巨头们那样在行，直接投资是非常正确的。问题在于，你得保证在其中投入很多的时间，即便不是全职去做，至少也得把它当成一项严肃的业余工作。这不正是几乎所有的畅销的投资书告诉你的事实吗？

富人的财富当然需要保持增值，周旋于各种富翁俱乐部不只是生活，也是投资。可是，这个策略是正确的吗？目前投资学家可能无法给出一个可靠的学界研究，不过社会学者和经济学家是合乎逻辑的证明的，虽然他们经常把对冲基金看成一个黑箱。

所以你若是想把主要投资放在对冲基金上，就应当至少投资于 5 家基金，拥有 5～10 名主要的投资经理，还有 5 只后备队。在这种情况下，你就得花大量的时间去研究它们，拜访那些经理，甚至于去参加摩根士丹利的某些研讨会。一天听 10 场介绍可不轻松，自己投资于对冲基金是一项艰苦的工作。你必须得亲自研究你的投资，而不是靠道听途说。问题是根据有效市场研究，这些工作几乎又多是徒劳的。这些报告对于未来投资的贡献根本没有说服力的证据。

即使是那些看上去优秀的组合基金不在少数，它们的经营者都极为职业化，压力让他们会勤勉认真地开展大量研究分析工作。虽然这样你要多付一层费用。问题是专业化就靠谱吗？

哈佛金融学家们研究了许多专业人士的业绩，奇怪的是他们没有从这些人们的业绩和投资方向上得出什么靠谱的证据。夏普先生直言不讳，这就是扔硬币的偶然机会而已。麦道夫先生只有三名员工，他的会员卡比他的银行账户卡还要多。头衔可以让许多人眼花缭乱。这个家伙，甚至爬上了纳斯达克主席的地位数十年居然没有被拆穿。单凭这一点，你就可以看出专业人士的业绩，还有那些乱七八糟的对冲基金工作方法的空洞和无知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这明明是一场欺骗，但问题是麦道夫先生已经去世，即使你指责庞齐骗局，庞齐也不会回答。所以，对冲基金是一种欺骗，特别是对于那些胆怯而且只是想抱着财富的人而言，这个选择理论上并不比找个避税顾问更高明些。

第五节　为什么每次扰乱市场的都是它

从 1998 年金融危机后，对冲基金就成为每一次金融危机中扰乱市场的常客。人们一旦危机，第一时间想到的不是投行，也不是政客，首先是对冲基金。又因为索罗斯是犹太人，所以更干脆地就产生了犹太人阴谋的种种说法。甚至《华尔街日报》的记者都在感叹，扰乱世界的阴影中有对冲基金的身影。

问题是，这些说法到底有多少可信性？有多少确实是真实的？下面我们就以哈佛学术研究的角度阐释这一问题。

首先，对冲基金和对冲是两回事。对冲的手段，利用期货和合约、各种指数化的衍生产品卖空，是每个美国华尔街机构都用得到的，从总量上说，期货的最大交易是在芝加哥的交易所，使用期货最多的是大宗商品的生产商和进出口商。对冲基金只是个拉票的参与者。合约的最大使用者，则是各国的主权基金和保险公司机构，至于对冲基金只不过是个小角色而已。就算是在债券承销收买这一块，投行们的胃口也比对冲基金大得多。截至 2006 年，对冲基金的平均寿命只有 5.3 年。

而对冲基金本身只不过是大规模使用这种手段的基金而已。只不过，对冲基金的组织手法是合伙制企业，它的资金来源就类似高利贷一样，是从朋友和熟人圈那里流入的。因为美国的法律不监管这类合伙制企业的投资操作，他们不需要公开披露信息。所以才显得十分神秘。理论上说，这类对冲基金实质上相当于采取现代投资形式的高利贷机构。从企业层面上说，这种企业的管理本身没有任何专业化的特别功能，而是相当的传统。

正是因为如此，许多人便将这种圈子的合伙制度误会为故作神秘，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其实这不过是个幌子。因为不受监管，显然有利于避税和从事各种资金活动。由于犹太人的圈子喜欢低调发财，所以犹太人也喜欢投资于对冲基金。由于中国人类似于犹太人，因此有些人预测这种对冲基金将更多出现东方面孔。

其次，对冲基金只有宏观基金和政治的关系特别大。分析严重的宏观经济风险和市场失败，是宏观基金的主要特色。不过，他们通常在市场上的活动十分的平静，因为一国的市场风险明显具有长期性，只有通过长期布局才能实现。问题是这类基金通常很少染指短期市场，对于那些危机中的买卖，基本上没有多少兴趣。因为短期波动，显然不会让宏观基金获利。

这一行的研究员也很有特色，他们很少是华尔街人士。基本上都是各个名校的专业教授和研究人员，例如萨默斯这样的人，就是一个大的宏观基金的顾问。这些人文质彬彬，谈吐优雅，说话大胆，有理有据，丝毫没有阴谋之说。至于索罗斯，注意在索罗斯狙击英格兰银行的事件时，他还是个学术界和华尔街的跨界人物。

在大家的想象中，一名对冲基金交易者应该是坐在一个看起来要完成火星探险的高科技操作台旁，整天忙于买进卖出。多空仓对冲基金可能在建仓后的几天甚至几周里什么也不做，只是观望事态发展。或许某个下午他们突然心血来潮，请来某个书卷气十足的教授上门兜售他玄之又玄的金融理论。老实说，做对冲基金是一件非常枯燥的事情。

有些人指责犹太人和政治色彩。问题是索罗斯和马哈蒂尔都是犹太人，这种荒谬的指责缺乏说服力。

最后，有些人把私募股权基金和对冲基金相混淆。2007 年 1 月底，参议员舒默尔点名邀请了大约 20 位顶尖对冲基金经理到曼哈顿上东区的 Bottegadel Vino 意大利餐厅共进晚餐，这是对冲基金影响力崛起的又一标志。

华尔街评论员拜伦·韦恩曾经说：“现在机构投资者可以合法地投资于对冲基金。过去，这么做好比拿着手电筒在黑黢黢的胡同里干些见不得人的勾当，而现在，典型的机构投资组合中总会有 15%～25%是对冲基金之类的另类投资。”这可能是另外一个大家都意想不到的结果，好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



像犹太人财富总量很大，大家判定马克思也是个富人一样。这听上去像是投资中的“歧视”。

巴菲特批评这个行业是在卖噱头，他们索要的高昂费用是“怪胎”。但有趣的是，谁被《商业周刊》封为巴菲特的继承人吗？答案是艾迪·兰伯特，一位对冲基金经理。

第六节　对冲基金费用是否过高

曾经有位记者对294位个人掌控资本超过3000万美元的美国基金经理做过一项调查，97%的基金经理自我感觉良好，将自己的投资组合看作是自己的化身。他们经常思考的问题就是“失败”。他们中54%的人声称自己患有“伊卡洛斯综合征”，总是担心飞得离太阳太近，有一天会坠落。他们还会想到刀光剑影，这是因为，几乎3/4的基金经理相信他们财富足以使他们成为罪犯的靶子。奇怪的是，每当发生这样的事情，他们总是认为下一个倒霉鬼一样会被幸灾乐祸。

尽管对冲基金经理们总是对他们财富的具体数字三缄其口。可最好的基金经理收入极为可观：这一行最顶尖的几个人每年收入均超过5亿美元。这个圈子里的人都知道谁是“热门”，谁不是。以绿光资本的大卫·爱因霍恩为例，本来在这个行当里广受尊敬，但最近在次级住房抵押贷款公司股票投资上蒙受重大损失，结果成了对冲基金圈子里的谈资。加州公务员养老基金也开始抱怨对冲基金收费过高。

通常，像养老金这样的投资人并不经常提到收费问题。自从2006年对冲基金没有跑赢大盘后，投资银行推出低收费的投资产品和对冲基金展开竞争。他们模仿对冲基金的方法设计新产品，力图将自己的管理费限制到对冲基金下。

问题是，这个指责和竞争到底是不是对的？

其实多数的基金管理者都不认为他们的管理费太高了。几乎每个人相信自己就值这个价格。一般他们收取的管理费是1.5%到2%，同时从基金收益中提取15%到20%。相比而言指数基金的管理费通常不到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1%，比如著名的先锋500指数基金的收费只有0.18%。

德累斯顿佳信证券最近的一份报告指出，往往对冲基金管理的资产中有4%要作为管理费消耗掉，加上另外4%～5%要花在交易提成和利息上，所以只有每年收益在20%以上才能保证赚钱。所以，从这种情况上说，对冲基金的管理费的确是建立在收益的比较上的。他们不坚持高费用，要么会带来人才流失，要么会因为过度冒险降低资产的安全管理系数。

不过，在2006年。一位加州公共雇员退休基金的发言人说，该基金投资在对冲基金中的43亿美元在2006年的收益只有13.4%，这只比对冲基金13%的平均收益稍高，但是比标普500指数13.6%的增长要低。这自然引起投资者的不满，要知道，人们投资对冲基金，容忍高费用的原因是对冲基金的平均收益一般较高。

再来看一下，高费用和竞争的关系。与其他的基金不同，对冲基金通常是越是新手，要价可能越高。这个行业的逻辑是这样的，对冲基金的管理本身是采取封闭和合伙性质的。随着人数的增加，其风险就会提高。所以，通常对冲基金的长期寿命都很低。像多数中小企业一样，它们的平均年寿命只有五年。几乎和高技术的企业冒险类似。

在这种情况下，新手总会不断涌现。但另一面，具备丰富管理经验的人却经常越来越少。这是因为，随着长期的抬高费用，跳槽率在对冲基金中也十分普遍。为了留住人才，支付高额管理费和提成已经是行业普遍规则。这样反过来在新的对冲基金行业中又会提供更有竞争力的薪水。这就是竞争的恶果之一。

另一方面，在对冲基金之外，投行的同类产品正在逼近。同类产品的竞争，主要是围绕费用开始的。黑石集团，就会把管理费降到了1%左右。因为黑石刚刚发行过的一个新基金高达200亿美元，2%的管理费难以维持。但是随着管理费的下降，私募机构也许会在利润提成上面做文章，比如私募巨头资本伙伴正在评估今后从新基金利润中提取25%，将75%分给投资者的可能性。这种情况下，更高的利润诱惑让许多优秀的对冲基金管理者投入了投行。

这还是就对冲基金的角度看待其费用问题，从整个市场来看，对冲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金的高管理费用正是划分市场的主要依据。从投资的策略和手段来说，人们根本分不清对冲基金和银行有什么差别。

像采取合伙制这种前现代形式的组织方式，只有通过高的进入门槛才能维持。一份关于对冲基金的研究报告显示：2006 年有 1518 家对冲基金开业，而 2005 年则有 2073 家。2006 年，哈佛经济学教授诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿试图开办一家对冲基金公司，终因不能筹到足够的钱而不得不放弃。

前 Mackay Shields 投资顾问公司高收益证券业务主管 Don Morgan 创办 Brigade Capital。因为非竞争协议的限制，一年后他原来的团队方能入伙，开办了一支专注于信贷产品的多空仓对冲基金。结果是，当你需要至少 1 亿美元作为参与“游戏”的入场费时，Bridge 早已坐在了赌桌边了。

总之，在这个圈子里，其实遵循的是类似关系和亲缘、财富关系这类人际联系的规则。在现代的产业竞争理论里，也是他们的产业进入壁垒的一部分。而且在现代这种圈子的壁垒，也更加的顽固。

说 1998 年长期资本管理公司胜在罗伯特·默顿和他的合作者关系不错，可惜这个公司一向将默顿看成不更事的书呆子。从某种角度上说，长期资本管理公司失败，也正败在这种奇怪的关系上。

第七节　投资技巧对于对冲基金很重要吗

为了讽刺基金经理们的高超技巧的吹牛术，巴顿·比格斯架空设想了一个“全美扔硬币锦标赛”。假设选手报名参赛时交上 10 美元，凑成奖金发给最后入围的 8 名获胜者。“有 2 亿人参赛，奖金就是 20 亿美元。每星期会有一场比赛，好让人们实现梦想。6 个月过后，将有 32 名常胜将军脱颖而出，他们中的每个人差不多都已连续扔对硬币 25 次。”

像美国所有空洞乏味的选秀比赛一样，几个月后高潮就会来到，荒谬绝伦的行为开始不断上演。有的杂志上可能发明各种草根英雄的传奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经历；有人跑到电视脱口秀上开讲扔硬币技巧，讲解硬币在半空中获得神力，如何在它落地前用意念施法。这种骗术的每辑节目要向电视台收费5万美元；另一些人可能争先恐后出书，书名诸如《扔硬币扔成百万富翁》《上帝为何让我赢》之类。最后，这导致学界的统一不满，愤怒的大学教授们拍案而起，在《华尔街日报》上大谈“有效市场”“扔硬币原理”“零和游戏”等理论，力图证明大赛的结果只是出于随机。最后32名常胜将军会挺身反击，质问他们：“没有人能做到，为何我们32个人做到了？”

比赛的唯一插曲可能是，“在第16轮比赛开始前的数周内，入围选手们对异性的吸引力显著提高，有些人还成了阿斯彭滑雪屋和佛罗里达房地产的推销对象。”

这话是专门讽刺人们对于对冲基金的高超技巧的神话的。采访那些真正顶尖的高手们，他们多半会承认，对冲基金的技巧并不重要这样的话，许多人更相信自我控制和运气。

对冲基金的运作中，投资技巧究竟扮演了什么样的角色呢？

答案是，对冲基金的技巧有用的都发生在对冲之外。

美国对冲基金界的一位不落巨星说，他在过去20年中的业绩堪称经典。当然了，有时他也会犯点错误。如今他的基金规模在50亿美元左右，他所做的基本是宏观对冲。其实这位明星人物大部分的平衡业绩来源于手下的成果。而他所做的则是关注长期分析，诸如关注某一国家的长期经济走势和宏观经济指标的变动，经常会在很长一段时间，才会看到这个大人物的操作。换言之，多数情况下，这个大人物的业绩和技巧就是等待而已。

这位对冲基金的人物，平时把办公室门关上，把过来聊天的人拒于门外。在管理时间方面非常理性，经常这样的人会不顾礼貌打断别人的话。按照他们的说法：你的投资人可不会在意高盛来的某位推销员是不是喜欢你，他们在意的只有你的业绩。

这个技巧的本质是，对冲基金的管理者判断的主要根据还是信息，按照有效市场的理论，价格的确反映全部信息。只不过在人与人之间处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理信息的能力有差异，对于管理者来说，如何找到最简单的判断信息的方法，最省时间才是重要的。处理信息，保持心理稳定就是最佳的技巧。

其次，他们的技巧并不能每次都奏效。尽管平均而言，对冲基金的管理业绩可圈可点。再伟大的投资家都有走麦城的时候。就以人们熟悉的索罗斯为例。

1996 年，索罗斯的量子基金正处于崩溃当中，而那个时候他正在盘算下一单如何翻身，在所有的基金中，他的基金应该说体质是最差的。索罗斯盯住泰铢以后，最初只是孤注一掷，进行大规模的买入，然后才有对冲基金慢慢跟随。严格意义上说，东南亚战绩只不过是索罗斯的保本大战而已。就量子基金的长期财富来说，没有东南亚的阻击战，量子基金很可能很快从地球消失。

芒格曾经在连续 5 年中 4 年表现落后于标准普尔 500 指数，但从 13 年的时间跨度来考察，他的年投资收益为 19.8%，而指数只有 5%。特崔第布朗公司长时间表现骄人，但也曾经有在连续 4 年中 3 年落后于指数。同样，红杉资本在成立之初曾 3 年半落后于标准普尔 500 指数，后来才走到了今天的辉煌。所以，人们只是相信技巧的话，那他们早就在技巧中玩完了。这些人的投资活动中，不但换过不同的产品，也换过不同的策略，有的甚至连自己的姓名和原则都曾经改变过。

最后，不断地复制对冲基金的活动，让技巧变得无足轻重。交易所交易型基金的大规模发展，几乎不存在让投资者难以接近的资本市场。ETFs 锁定一篮子股票来追踪股指的走势，这类基金一直是对冲基金最为热爱的类型之一。

尽管对冲基金的行踪诡异，不过他们的交易记录却是可以被找到的。ETF 被大量运用，甚至对冲基金也发觉自己的领地被侵占。对冲基金经理总是以自己的投资技巧为傲，投资者对他们的投资技巧非常信任，愿意支付 2%的年费（相当于抽取净收益的 20%），以获得可以将自己的财产托付给对冲基金管理的恩宠。有些对冲基金甚至可以收取 5%的年费即 44%的净利润抽成。

近来有研究表明，对冲基金和标准普尔 500 指数的相关度越来越紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



密，更糟的是，对冲基金之间的相关度越来越紧密。尽管对冲基金行业非常多样化，这些年来所有对冲基金已经逐步融合。这表明，所有对冲基金都暴露于同样无法预知的风险因素之中。这样的表现，已经很难用对冲基金技巧来说服他们的特殊性了。

随着投行的竞争，或许有一天，人们看见的对冲基金将毫无技巧可言。不过这一天可能还是个未知数。

第八节 对冲基金为什么扎堆

塔勒波说，他的成功秘诀是把个人和信息源隔离开来。“我更愿意读读诗。”他说，“我知道我需要坐在没有信息终端的公园长椅上或咖啡馆里展开思考，有时必须得强迫自己这样做。”

塔勒波宣称，每周从头到尾认真读一次《经济学人》要比每天早晨读《华尔街日报》好，每周一次的频率更合适，《经济学人》带来的心智上的满足感高于报纸。他在书中写道：“我这辈子唯一的优点就是，我清楚自己的某些弱点，最主要的是我无法以清醒的头脑去看待自己的业绩。”但许多人可能会觉得坐在公园长椅上冥思苦想，最好是事先已经读过或听过点什么东西。这怎么都像是把梭罗的那一套离群索居的方式搬到对冲基金管理上了。

塔勒波可能说的不是真话，因为在 1949 年琼斯的对冲基金建立的时候，世界上只有一家对冲基金公司。而现在，全世界有 351 家控制资产超过 10 亿美元的对冲基金，他们操控的资金规模达到 2 万亿美元。这个规模相当于世界第四大经济体。看一下市场，人们会发现类似与对冲基金的产品和公司，正在越来越多，越来越大。最为惊人的是这些对冲基金也越来越像。于是有一个现象值得拷问，为什么对冲基金在扎堆？

这根本就是个伪命题。对冲基金从出生的那一天起，从来就是扎堆和近亲繁殖的产物。在 1964 年时美国只有一家对冲基金公司，也就是 A. W. 琼斯公司。它管理着两只基金，总规模大约在 8000 万美元。

“1949 年，艾尔弗雷德·温斯洛·琼斯拿 10 万美元的资本金创立了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这家公司。琼斯本人曾在美国的外交和新闻界混过几年，不甚得志。他认为自己很聪明，是天生的创业家。作为哥伦比亚大学的社会学研究生，他还发表过一篇题目拗口的论文：《生命、自由与财产：一个关于冲突和冲突中的权力之衡量的故事》。”这种明显带有贬损的话，不是来源于外行，而是琼斯曾经高度信任的手下巴顿·比格斯。

与其他的行业不同，对冲基金的组织方式是合伙人制度。资金来源是私人募集，这一点和高利贷的形式很类似。这样的形式，决定了一个条件，在规模和业绩上，对冲基金天然存在冲突。要实现规模，自然需要突破自有资金的人数限制，问题是只有少数管理者如何才能有效地管理资金，监督等都成为难题。因此一言以蔽之，这就是私人富豪圈子的特色基金。甚至对于财大气粗的某些人来说，就是个私人顾问公司而已。

同样，合伙制企业最大的难题是，一旦在经营上出现分歧，那么跳槽和另立门户几乎是唯一的选择。比格斯离开琼斯后，居然在同样的圈子里开始了新的一家对冲基金。由于我们上面说的圈子的天然资本和人数限制，他所做的其实是和琼斯竞争。这就是近亲繁殖的开始。

索罗斯、刘易斯·培根、朱利安·罗伯逊等“教父”级人物都对有才华的下属十分慷慨，让他们拿到大量提成。然而，这些大基金还是不断地损失着人才，尤其是那些才华最出众的年轻人。最重要的原因还是自立门户和自己做主的愿望。“教父”们让下属感到敬畏，他们的能力与自信促使他们牢牢控制着基金的管理权。这是比格斯眼里的跳槽和近亲繁殖的心理原因。即使没有这些，随着资金规模的扩张和岁月的流逝，教父和天才们都有老去的一天，这样他们的成就即使再成功也会凋零。

对冲基金的扎堆，除此之外，更因为这种基金本身根本就缺乏金融创新的动力。对冲基金被复制的难度系数比人们想象中要低得多。对冲基金的手段，特别是他们手中的技术工具，没有一个是对冲基金主动创造的。这意味着对冲基金不可能通过产品市场开始独特的市场。米尔肯曾经试图这么做，但结局是锒铛入狱。

随着监管的升级，对冲基金的秘密活动越来越难进行。特别是那些明显的避税动作，正逐渐成为监管当局主要的监视方向。他们在股市中的一举一动，随着曝光率的增加，也被人不断地复制。这样曾经的神话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也就失去了合伙制时代的土壤。

另外一个很重要的问题是，对冲基金的人才和管理体系根本就是一种背离时代的体系。严格地说，对冲基金只是美国金融政策的变形产物。从理论上说，逐步降低交易成本，是金融改进的方向。但是显然过高的管理费，复杂的操作手段，过度神秘的仪式都是无形中增加交易成本。这是一种逆潮流而动的投资形式。

从长远看，越来越扎堆的对冲基金可能正预示这种投资方式的消亡。1970年初，美国股市的投机性变得非常强。技术、计算机租赁、新时代成长股的估值都达到了天价。对冲基金如雨后春笋般诞生。销售员、交易员，以及形形色色从未听说过的人都跑出来筹资，私人基金蔚然成风。1970年冬末，熊市不期而至，重大损失集中在1968年和1969年曾飞速蹿高的投机型成长股票上。

这一段时间正是赶上美国对于投资监管逐渐放松的美好时刻。最近几十年对冲基金的辉煌，也是因为美联储相对宽松的自由政策。在金融危机后，这样的日子似乎一去不复返了，因为显然过去监管的过度松懈，要为金融危机负一定责任。

人们重新审视这一段时间的监管，许多人都认为1998年默顿参与过得长期资本管理公司的监管的教训没人吸取，所以才酿成今日祸患。许多人建议对于对冲基金之类的公司采取更加严格的监管，美国的风险监管水平再度升高。如果美联储认定私人的合伙制对冲基金的风险是可怕的，并不排除强制这种企业公开信息。

第九节　你应该为配置你的对冲基金支付多少费用

比格斯讲过一个很有意思的股市经历："在棕榈滩，我和一个叫肖恩的家伙见了一面，还有点意思。肖恩来自'灯塔'，这是一家成绩骄人的年轻组合基金。几个月前我们在纽约向肖恩做过一次介绍，他那时就很让我们鼓舞。"但这个肖恩其实三十五六岁，又高又瘦，神情开朗，举止可亲。比格斯以貌取人，不自觉地信任这个人。事实是他非常专业，开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



门见山地就对满心舒服的比格斯浇冷水，他说自己管理着一些对冲基金的组合，在这方面没有人情可讲。

这个肖恩的看法是，他只对他的组合和他的投资者保持忠诚，与对冲基金经理们的个人关系不在他的考虑范围之内。比格斯后来承认说："就像我们会卖出让我们失去信心的资产一样，他也会基于自己的判断，把一些基金经理不留情面地踢出去。"正如被称为"亚当·斯密第二"的格里·古德曼所说："股票不认识你这个股东。你所拥有的对冲基金也不认识你，只要你加入这个金钱分配游戏，私人关系绝不会影响你做出持有还是赎回的判断。"

对冲基金从某种角度上说是个同行相轻的行当。对冲基金唯一亲近的只有自己的投资者。这种关系和产品合二为一的方式，有点歃血为盟的特色。私人顾问和雇主之间的关系，是对冲基金费用中特别的成本。

对于一个普通人来说，这里的普通人，当然是指的富豪们，因为普通人根本没有资格参与这场游戏。你打算投资一只像样的对冲基金的话，那么支付费用里最奇怪的事情发生了，这里面必须计算感情资本。

感情资本，我们并不是指那种投资失误的疯狂保证金，而是一笔代价不菲的忠诚保证金。多数美国人心知肚明，对冲基金的管理者就是你的私人财富顾问。这个财富顾问对你的财富的每个细节，每天的投资消费、税收支出，有无现金交易，甚至犯罪边缘的做法都知道得一清二楚。所以理性地看，为了不让这些家伙不安分，需要支付一笔忠诚费。只不过对冲基金的这些中世纪家伙，他们可以在你不介意的情况下替你代管你的资产。

想不想知道你的管家是怎么看待他的顾客的，比格斯先生是个老实人，他透露了自己的客户在他眼里的真实价值——一群佣人和有闲阶级的白痴。

"首先是来自组合基金、基金会、捐赠基金和养老基金的专业人士。他们的眼神显得无聊而又玩世不恭，鼓掌也软弱无力。会议对他们来说是纯粹的商务活动，他们是来相'马'的。他们中的美国男人通常穿着西服，衬衫腋下早已汗透；美国女人则又高又瘦，衣着简单。而从伦敦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来的贵族和绅士们与他们不同，常穿着蓝条衬衫，佩戴白色领结，他们的名字冗长难读，身材肥胖。瑞士人则是深蓝色西服打扮，相互之间用法语和瑞士德语闲谈，显得既冷淡又漫不经心。这些人怀揣大笔资金，挑剔地寻觅着投资对象。他们可以一下子给你 2500 万甚至 5000 万美元，但也可能一有风吹草动就迅速撤资，这让他们名声不佳。

从家族企业来的德国人挺着欧式啤酒肚，手像蛇皮一样湿冷，他们总跟穿着白衬衫浅色外套的阿拉伯人混在一起；前投资银行家们总是自视清高，学着外交辞令，相互交换着传闻；落魄的得克萨斯人脸上饱含沧桑，穿着夏威夷衬衣，呼吸中带着酸臭味，跟梳着油光水滑大背头的迈阿密私人银行顾问喋喋不休；那些退休的、富得流油的投资家，备有私人飞机，在各地买下住宅以享受不同气候，皮肤靠注射肉毒素来延缓衰老，他们谈论着高尔夫比赛，他们无聊的太太或衣着暴露的年轻女友则聚在一起胡吹花花公子、农场一类的话题；有钱的寡妇和单身贵妇人们，不再年轻的眼睛里闪着矫情的光，粉砌的脸拉得长长的，扭着屁股，晃着腹部赘肉，穿梭于人群中。她们到底是来找基金还是找男人？她们的笑容让你感觉面对的是一盘盘冰冷的剩菜。"

在这种内心充满恶意的管家面前，显然你必须为此付出点代价。通常越高的管理费，越能让背叛的系数降低。

管家们也在随时盘算他们的雇主的心理，所以对冲基金通常都有一定的封闭期，在一定时期是不允许退出和赎回的。这其实才是真正的管理费来源。总之，一个富人，应该清楚，你为此付出的管理费应该是在管家和你的心理价位的权衡上。

不过，现在的坏消息是随着管家们越来越富，并且也变成富人的时候。他们已经不屑于这点可怜的管理费了，他们更愿意于做平等的管理者。因此，在这种时候管理费水涨船高已经是不可避免的事情。

好消息是有些机构巨无霸加入了竞聘管家的谈判序列中，他们就是组合基金。这些基金的手段，可以成为你评价自己管理费用支出的高低。因为他们也是垄断者，管家们碰到了强硬的谈判对手。没有风险防御机制，即使最大的养老基金也不愿意冒险去持有大量的对冲基金，仍然会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有大量新资金持续涌向在对冲基金运作方面很有经验的组合基金。一些理性的投资者相信，组合基金是有钱人和小型金融机构的首选。

他们指出：与股票相比，组合基金可以在降低风险的同时提供更好、更稳定的回报；与固定收益投资相比，在现在的利率水平下，高等级的债券回报率顶多相当于组合基金的中间水平。于是人们会想："既然这样，何必还要持有债券呢?"这种利好，决定了管家们总是对于组合基金的费率要求退让，当然这也就是你能寻找到的合适的资产配置的费用下限了。

第十节　谁是风暴中最大的赢家

有的对冲基金公司的交易员盯着办公室的电脑屏幕，十分疲劳，他们的基金经理要求下属盯着显示基金每分钟的损益情况的表格。塔勒波认为，如果对冲基金经理们每个月甚至每年才看一次业绩报告，他们的表现会好得多。想想那些人每天还能干些什么吧。毕竟时间是有限的。

经济学家的神经经济学分析显示，多数投资者都认为他们是理性的，但他们总是会掉进随机性的陷阱中，并且饱受短期业绩波动带来的精神折磨。"每次当我看到有投资者在手机或掌上电脑上查看实时股价、跟踪自己投资组合的变动时，我只有笑笑。"塔勒波建议关掉终端。当一名投资者把目光放在短时的涨跌上，他所关注的是他投资的波动，而非实际收益。人天生容易被感情所左右，但作为投资者，我们需要克服感性的因素。塔勒波也明白这并不容易。这一点早已经在经济学界获得共识，只可惜这是个没有多少人听得进去的共识。

对当今的对冲基金的形式进行一下预测的话，可能上面提到的那种每日看盘的行为是迂腐不堪的。毕竟这种形式，似乎只属于2000年以前，随着索罗斯基金的落幕，看盘大搞宏观对冲的年代已经一去不复返。每一个新的时代都有一种新的失误，为交易员创造新的机会。

2000年3月，在纳斯达克开始下跌的时候，老虎基金罗伯逊决定退出，他被打击得太厉害而不想再去改变它了。4月28日，索罗斯也宣布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



量子基金从此将作为一个捐赠基金来管理。在短短一个月内，两个最大也最有名的对冲基金落下了帷幕。至此，索罗斯似乎不再涉足他曾帮助创造的这个行业。问题是，江山代有人才出，每一次巨大的风暴后，总会出现新的赢家。

宏观对冲基金的鼎盛时期告终，有人预言，新的对冲基金大人物正在出现。约翰·保尔森就是新时代的乔治·索罗斯。截至2007年底，保尔森旗下的抵押贷款基金扣除费用后累计上涨了700%，产生了大约150亿美元的利润，保尔森本人赚了30～40亿美元。保尔森至今是哈佛的名誉校友，还是大名鼎鼎的美国前财政部部长。在他高盛投行的生涯中，他至少让高盛的盘子又扩大了数倍。总之，许多人意识到，高盛对冲基金化，正是2000年风暴中最新的成果。

保尔森走上前台，可以说是有着众多的历史铺垫的。不妨看看对冲基金在过去的十年到底发生了什么。

从业绩来说，对冲基金看上去都是赢家，奇怪的是2006年这一年，所有的对冲基金的业绩都糟糕得要命。平均收益滑落到历史最低的表现。某种程度上是因为基金经理的判断出现了系统滞后的情况，因为理论上大型基金都是适应市场的，经常反倒在波动中失败。在宏观基金对宏观市场出现判断失误的时候，他们总是找不到合适的方法处理自己的下一步，这就是宏观对冲基金逐渐落幕的主要原因。

可是这不足以表明信贷基金崛起的机会来了，是这样的吗？答案是否定的。在过去的几年时间里，宏观基金的做法经常围绕的是外汇和利率市场对冲，但是形势比人强。在格林斯潘的利率政策下，宏观基金的利率风险高企，他们在多数市场上的这类做空手段均告失败。靠低利率刺激的抵押贷款却意外地成为扩张最快的市场。简而言之，这是八十年代米尔肯垃圾债梅开二度的时候，这些高风险的债券显然其中藏着做空的巨大机会。也正因为如此，高盛才不遗余力的鼓动他的国外客户购买这些危险品，然后自己做空这些抵押贷款。

当然了，这也是金融上华尔街次级债爆发的推手的全记录。虽然从表面上，高盛和这些行为没有任何关系，并且这些垃圾债的买主是银行，出卖者是贝尔斯登和雷曼。问题是对这些债券的指数变化进行专业的工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具设计的就是高盛。从理论上说，这不过是又一次理性的复制对手，做空的开始。

在次贷危机使其他竞争者遭受严重损失的同时，高盛集团称其提前预见到2007年次级抵押贷款市场的熊市并大量做空。高盛首席财务官萨拉·史密斯2007年10月30日写给美国证券交易委员会的一封信被公之于众。信中说，在2007年的大部分时间里高盛利用衍生工具在抵押贷款市场上保持净空头部位。

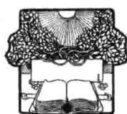
在向公众宣布了其在2007年第三季度在抵押贷款市场上做空而赢利后，2008年2月高盛又公布了其上年第四季度的赢利情况，但拒绝就此做出任何评论。

美国证券交易委员会公司融资监管部于2007年9月20日公布高盛第三季度赢利高于预期的当天，要求高盛提供更多有关次级贷款活动的信息。高盛回应称其抵押贷款相关活动在总净收益的比重从2005年到2007年前三季度一直保持3%以下。同期其在次级抵押贷款领域的风险场口只占到总资产的2%。公司在次级贷款ABX指数上做空，并用信用违约互换对其所持债券进行套期保值。

熟悉对冲手段和对冲基金的做法，毫无疑问，再没有比这更加清楚的犯罪记录了。这种指数基金做空的手段，多次让高盛在各国间谋利。在风暴还没有完全停息的时候，有人说索罗斯第二回来了，这个看法没有错。不过显然这个索罗斯的胃口更大，甚至开始利用美国的市场和金融政策的漏洞做空了，这在号称最发达的美国市场上还是第一次。

看来每一次金融危机后，都有新的赢家上台，只不过这一次的赢家来头更大，胃口更大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十章
不保险的商品期货投资：通胀其实不可抗拒

第一节　为什么会有期货交易

美国是全球期货市场最为成熟的国家，从1848年芝加哥期货交易所成立至今已有160年的历史。

期货交易早期，美国的期货市场呈现出投机过度和混乱无序的状态。美国政府甚至一度通过法令禁止期货交易。期货市场遭受重挫，长期低迷，期货公司发展也受到影响，此时的期货公司规模较小，抗风险能力也较弱。到1936年美国国会将《谷物交易法》更名为《商品交易法》，将管理的对象从谷物扩大到其他农产品，并首次明确设置了专门的监管期货交易的政府机构——商品交易委员会（CFTC），强化了政府对期货市场的直接监管。期货市场成交量逐渐增大，美国期货市场逐步走向成熟。美国期货公司早期有400多家，而到了2002年3月CFTC公布的期货公司只有174家。

大萧条和二次世界大战后，一批小型的期货公司成为后来期货市场的主流。ADMIS的发展经历就是一个很好的例子。ADM是集粮食加工、贮运和全球贸易为一体的大型国际集团，它在大豆、玉米、小麦和可可综合加工工业方面名列世界首位，是全球最大的粮食加工商之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



它20世纪30年代是Tabor谷物和饲料公司（Tabor Grain and Feed Company），为伊利诺斯中部一家独立的谷物运营商。1956年公司业务扩展到投资银行和股票经纪业务，1966年公司改名为Tabor商品公司，并成为CBOT的结算会员，开始了结算和清算业务，1975年公司为ADM收购，1985年改名为ADMIS。

从四大粮商之一的ADMIS集团看，期货，其实只是一种与现货相对存在的交易方式。

从某种角度说，期货是对现货交易的一种补充和风险平抑形式。要理解期货的产生，首先要看一下现货交易。

现货交易是买卖双方一手交钱一手交货，比如在农贸市场上买大米，经过和卖大米的人讨价还价，按照1斤1元5角的价格，买了10斤大米。给对方15元，同时把10斤大米拉回家。这是一个大家非常熟悉的现货买卖。现货交易其实很简单，凡是我们看得见，同时交钱都是现货交易。现货交易的好处是根本没有支付后遗症，交钱后人货两清，对于现金流没有损失，便于周转和交割。

问题是，现货交易有许多不可控因素。比如价格是经常波动的。今天我按1元5角的价格买的，过了一段时间之后，生产大米的某个地区出现了干旱，大米减产了，由此价格突然上升到2元。第二年农民又增产了，大米价格突然跌倒1元2角，我买大米虽然比较合算，但农民却不乐意看到这种情况的发生。这种价格的波动给买卖双方都带来了极大的困扰。

比如交易的时候，有些人正好缺乏资金，这个时候，显然赊欠对于交易双方有利，死守现货，许多消费品大家都是无法得到的。还有的时候，有些产品的主人是不确定的，比如有些土地可能在现在是某个人，但是派到另一地，必须变化身份才能执行，像进出口贸易就是如此。

现货交易随着市场的扩大，这些问题越来越大，风险越来越高。于是，农民和农贸商人就尝试着签订一种叫“远期”的合同，约定一段时间后（或者未来的某一天）买卖某种商品的价格和数量，到期的时候按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



照这个价格交易。比如说，甲和某农民乙签订大米远期合同，规定 3 个月后，甲以每千克 3 元的价格从乙那里购买 300 千克大米，无论期间大米价格如何波动，也不影响他们之间约定的价格。这对于双方来说，既保证了货物的销路，也规避了价格上的风险。

对于那些长途运输的，存在各种潜在风险的交易活动来说。期货交易虽然不能够彻底减少实物商品的风险，比如有些商品霉变和损失，但是生产者因为签订远期合约，在金钱上的损失，却可以补足。这等于在另一个收益成本的基础上平抑了价格风险。

期货交易诞生初期，并没有完全从事经纪业务的期货公司。出于本身套保的需要，最初的期货业务主要由从事粮食加工、销售、运输等业务的粮运商等兼营。此后随着金属、能源等商品期货的推出，一部分从事金属能源现货加工、交易的公司也开始进入期货市场，比如培根商品期货进入期货业务前就主要从事能源现货贸易。这是因为，其实早期的期货和传统的私人合同没有差别，而且内容杂乱，形式混乱，所以除去芝加哥，许多地方甚至禁止这类私人合同。

因为远期交易有两个难题。一是违约问题。远期合同是私人签订的，在这个过程当中某方违约的话，对合同的另一方将是一件很头疼的事情，即使可以通过诉讼执行合同，但其中耗费的时间和精力也是很大的。另一个难题是流动性问题。在远期合同没到期之前，卖方或者买方发现了更好的赢利机会，它很难把手中的合同处理掉，只能等到期执行，这样就白白浪费了大好的投资机会。

期货就是在解决远期交易的这两个难题的基础上出现的。一方面，期货合约是交易所指定发行的，有交易所作为担保，大大减少了违约的可能性；另一方面，期货合约都是标准化的，除了可以选择到期履约外，还可以在到期前的任何一个时间内进行这个合约的买卖活动，谋求更好的收益总的来说，期货交易的主要功能和特点就是在和现货的平行体系下，创造一种减少价格风险的手段。它本身只是一种理论上远期合同。只不过有定式的合同规范价格交割程序订单等内容而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节　如何从商品期货交易中获利

1898 年，雅各布·阿朗在新奥尔良州创立了 J. 阿朗公司，初始资本是 1 万美元，主要从事咖啡交易。12 年后，公司搬到了纽约，最初公司的成员和资金主要来自于本家族，当公司业务扩展到可可、铜业、橡胶甚至兽皮时，非家族成员才逐渐进入公司。阿朗公司早期的业务纯粹是“套利”活动，比如在纽约市场上购买橡胶或糖，然后立即运到伦敦市场出售，从中获取微薄的差价收益。

由于是家族企业，阿朗公司的经营思想非常保守，所以在资本使用上谨慎而节约，哪怕是稍微带一点投机性质的业务，公司都不会涉足，只是把自己的业务局限在无风险交易领域，着力于寻找被其他公司所忽略的市场机遇。阿朗公司从来没有从事过投机性活动，不会冒市场风险，至于信用风险，则被降低到最低限度。

今天的人无论如何也想不到，如今在大宗商品市场上呼风唤雨，操纵期货谋利的高盛，居然就是这个不起眼的小公司演化来的。从绝对信用的商品现货交易变身为期货大鳄这就是高盛的演化史。这也是看待期货获利的一种独特视角。

说来也巧，昨天的阿朗公司被高盛成功铸造，居然是因为金属行业的失败。阿朗公司在 20 世纪 60 年代末，进军贵金属交易行业。被高盛收购之前是一家小型的主要从事商品交易的家族企业，也是高盛公司的客户之一。高盛为阿朗公司提供投资服务，同时也在阿朗从事期货交易，两家公司互为对方的客户，业务往来密切。

20 世纪 70 年代末期，正是工业化国家通货膨胀失控的时期，储存石油之类相关的商品就能够升值。尽管当时绝大部分投资银行对传统的商品交易业务很少涉足，但高盛还是意识到收购阿朗公司不但可以建立逆周期的保护机制以稳定公司赢利，而且可以抑制高盛的对手。1981 年 11 月 6 日，高盛公司收购了阿朗公司。

期货获利的原则的奥秘，其实就两个字，零和。商品不断物价涨落，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



总有一天是要交割的。这样远期的价格肯定要回落到合同约定时候的价格，那个时候的风险已经变成现实，和现货交易无异，即使出现损失，双方也得自己负担。多头的一方的利润正是空头一方的损失。每一个多头和每一个空头对应，所有投资者的利润总和为零。所以在这个意义上，期货交易，并不是减少了风险的总和，只是转嫁的收益风险。

不考虑现实中市场是有保证金的，那么可以肯定的是交易双方几乎是没有损失的，而多头则可能有部分的价格损失。这是因为期货必须按照合约交割，是有实体背景的。

显然从这个意义上说，所有的商品期货交易，的确有利于做空。像著名的投资大家江恩，就是个著名的商品期货投机者。

但是真正造成投机的却是交割期一段时间内的期货价格和现货价格的差异，这种差异也叫基差。当交易行为和基差的方向相反，都可以造成损失，这种损失就是投机的来源。另外，基差变动和现货变动不一致，也是投机的组合方式。

举一个 PVC 企业套期保值的案例。2009 年 8 月初，由于 PVC 期货价格迅速上涨，国内许多大型 PVC 生产企业，主动同期货公司商量 PVC 套期保值的策略。根据我们对于期货价格的分析，结合交易所库容的情况，预测价格大约能够上涨到 7800 元/吨，而根据我们对于现货市场的调研情况，现货价格只有 6400 元/吨，迟迟没有跟上来。建议企业选择 V0909、V0911 等合约进行卖期保值。



大连 PVC 日线走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从上图可以看出，后来，在价格在创下8000多元/吨的高点以后旋即大幅下跌，套期保值取得了超预期的效果。当时做套期保值基于的理由是，现货市场低迷，即便以后现货价格涨上来，这样的做法也是有收益的，企业仍然能赢利，只可能是利润少一点而已。这就是恰当应用基差逐利机会的套期保值案例。

霍布鲁克·沃金认为，套期保值的结果不一定是将风险全部转移出去，而是套期保值者为避免现货价格变动的大幅风险，选择了相对较小的基差风险。通过发现期货市场和现货市场价格的未来变动来寻求获利机会。在这种意义上，套期保值是一种套期图利行为。套期保值者只有在他认为有获利机会时，才会去进行套期保值。因此，套期保值是投机的一种，但它不是投机于价格，而是投机于基差。在商品期货上获利，其实最主要的也就是这种随基差的活动。

第三节　投资者缴纳的保证金就是合约规定的保证金么

2012年5月16日东航期货网上运营厅有如下公告：

“从5月18日结算时起，交易所调整以下品种保证金比例：郑州商品交易所CF209持仓超过30万手，交易所保证金至7%，公司保证金至9%；WS209持仓超过30万手，交易所保证金至7%，公司保证金至9%。”

这份公告是在市场行情发生变动时候的反映。从期货市场分析来看，这是期货公司对于保证金的微调，对于在期货市场中的投资者而言，这种调整从某种程度上既反映他们的投资成本，也可能带来不同的收益。

这里面出现了两种保证金的名称：公司保证金、交易所保证金。对于初入商品期货市场的人来说，这两种保证金总是混淆。

这两者是两种不同的保证金。交易所保证金，其实是一种类似市场管理费一样的保证金。其特点是只要在交易所交易开户，就要收取费用。

1. 在固定保证金体系下，保证金概念分原始保证金和追加保证金两种。固定保证金是历史产物。在电子化交易普遍采用前，为快速计算和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



判断客户风险状况，采用固定保证金是唯一可行方法，否则将带来相当耗时的大量计算和动态判断。而在电子化交易时代，客户可自助下单，在交易所主机和期货公司服务器容量足够大、速度足够快的情况下，持仓保证金动态计算已不成问题。因此，新兴市场商品期货和股指期货往往采用比例保证金体制。

2. 比例保证金是指按照合约价值以固定比例动态计算的开仓保证金，即保证金按照下式计算：开仓保证金＝股指期货点位×合约乘数×保证金比例×买卖张数，其中合约乘数表示 1 个指数点相当的价值。沪深 300 指数期货的合约乘数目前定为 300 元。

比例保证金体系是市场发展的趋势，因为可使期货公司和交易所的风险始终保持在确定水平下，而固定保证金体系则达不到这样的要求。固定保证金体系若要保证交易所和期货公司的风险始终处在可控和可接受范围内，只有将原始保证金设得足够高，使指数波动在可预期最高水平下，仍保证客户保证金不低于某个量级（例如 6%）。但这样在指数处在较低水平时，市场资金的利用率较低，导致市场效率降低。解决这个问题的方法是，交易所根据指数的水平适时调整固定保证金的大小，但这又涉及新的效率问题，因为可能在降低保证金水平后，指数很快又上升到一个较高水平，迫使交易所短期内再次调整。而交易所频繁调整保证金与电脑根据固定比例计算保证金也就没有多大区别了。

至于公司保证金，其实真实的名称是结算保证金。这类保证金本质上是公司所交的合约清算预付款而已，目的是保证期货交易有名有实，保证实物交割。因为商品期货的目的是减少价格风险，却一定要保证真实的交易存在。所以一般结算保证金是期货和期权合约空盘履约的金融保证。结算保证金水平由交易结算所董事会根据结算所保证会委员会所提建议而定，结算保证金有别于客户履约保证金。客户履约保证金存放于经纪人处，而结算保证金则存放于票据交换所。

采用信用证结算方式时，付款单位预先向银行交存款项，作为保证的资金。申请办理信用证的单位，必须填制“信用证委托书”，将款项从结算存款户中付出，存入“信用证保证金户”（该户不计息），待信用证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



解付时及时付款。设立保证金账户，能保证款项及时解付，保证收款单位及时收到款项。同时，销货单位发货后必须通知银行，由银行根据合同审查合格后付款，又能保证付款单位及时收到所需货物。这种事先交存保证金的结算方式是在双方未建立结算信誉，互不信任的情况下产生的。由于交存的保证金不计利息，增加了企业的占压资金，不利于资金的充分利用和周转。

这两类保证金实际的作用和用途都存在不小的差别。第一种其实是交易所的交易管理费的一部分。保证市场交易的秩序合理，降低交易风险，提高效率。第二种保证金实际才是防止履约过程中出现问题的强制垫款。对于投机过度有一定抑制作用。

两者的资金结果也是有着很大的差别的，前者直接构成交易成本，投资者的机会成本主要是这部分。至于后一种，严格意义上说是和现货交易维持联系的平台。并不能说全部属于期货的平台，这实质是一个清算所的过程。

第四节　如何选择一家期货公司

有专门的介绍投资知识的书籍给广大的投资者这样的建议：选择一家期货公司要三步走。

第一步，查身份。客户在开户前，将一家期货经纪公司的运行和《期货经纪公司管理办法》规定相对照，比如查看公司设立文件、资料是否齐全、合法。经纪公司的客户凡有疑问，均可以根据《期货经纪公司管理办法》或其他与期货交易有关的法律规定向经纪公司提出合理询问和质疑。

第二步，看管理。对期货公司来说，为客户向交易所下达交易指令，为客户存放、划转保证金等外，如何让客户更好地了解市场，如何让客户更好地抓住交易时机进行交易，如何做好客户的资金和风险管理也至关重要。

第三步，听消息。消息上的功夫和实力是选择经纪公司的关键，经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纪公司应该力求多渠道获取，求快、求全、求实；针对历史数据，应该建立条理清晰、覆盖面广的数据库，在数据的支持下与客户保持沟通联系，尽力使客户能及时、连贯地得到准确的信息和数据：同时针对经济、行业等和行情相关的时事做出个案分析，帮助客户由面到点深入了解市场运行背景以及现状。

经纪公司还应有针对性地为客户提供了解市场的资料、为客户提供不同时间段、不同交易方式的交易方案，交易方式包括套期保值、套利、投机和仓单融资等，为客户发掘一些好的交易机会，提高客户资金的流动性，提高资金的收益性。

以上步骤大概就是一般的选择期货公司的步骤了。

一般来说，选择期货经纪公司是很重要的。期货经纪公司作为客户和交易所之间的纽带，其服务质量的高低直接关系到客户的利益。由于结算保证金制度和会员制的现状，在许多国家，期货的交易通常是通过经纪公司来完成的。在这种条件下，经纪公司的佣金费率也是浮动的。这种制度本身就有助于形成浮动的。这种情况下，经纪人的操盘能力就是期货投资的重要考察对象了。

新入市的投资者在选择期货经纪公司时，主要是要关注以下关键点来做出选择：

首先，应选择一家网上交易技术先进、安全的期货经纪公司。目前，网上交易已经成为期货交易的主要模式，因此期货行情和交易系统的稳定性、安全性和便捷性已经成为客户投资成败的重要保障。

其次，应选择一家信誉好、运作规范的期货经纪公司。从目前来看，由于监管的加强，目前国内很少出现挪用客户保证金的事件，但不能避免极少数期货经纪公司由于竞争压力而不惜铤而走险的不规范经营。因此投资者在选择经纪公司时，应着重了解一下公司的实力、商业信誉以及经营情况。

第三，应选择一家研发实力强、信息服务好的期货经纪公司。信息和市场研究是期货交易赢利的一个关键因素。期货经纪公司的服务一方面是交易通道，另一方面就是信息服务，为投资者提供有关交易品种的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



研究资料、报价和交易建议以帮助客户做出交易决策。这也是目前期货经纪公司竞争的重要层面。因此投资者应重点选择那些具有很强的研发队伍、信息服务手段完善的经纪公司，而不要根据手续费高低来选择经纪公司。

手续费也就是佣金问题，一般大资金可以和期货公司谈佣金，小资金缺乏动力谈这个问题。所以要事先了解佣金多少。影响佣金的主要是取决于一些因素，例如市场的合约保证金的高低，交易所的保证金的要求。通常为了赢利，经纪人的费率必须高于这两者才可以保证管理费。所以，手续费的高低就是取决于交易的类型和合约保证金的规则。

经纪人本身就是一个独立的市场，因此，在期货公司门槛较低的地方，利用不同公司的价格差，也可以达到降低手续费的目标。当然这是在几家操作能力类似的公司中挑选才有意义。为多数期货开户都有居间人，只不过有的在外活动，有的在期货公司内部，只要佣金不高，选择居间人作自己的指导也许有好处。

另外虽然理论上在交易所市场间套利是存在难度的，不过在一定条件下，特别是对于那些一部分交易所挂牌，另一些交易所没有注册，但有同种期货的期货公司。的确可以通过在不同市场上期货的买卖实现套利，这相当于赚取部分交易成本，通过降低成本提高利润。

此外，不同的公司和交易所的期货商品可能十分单一，于是利用不同的商品组合来实现套利也是可行的步骤。例如对于同一个人，可以用石油期货的赢利和棉花期货的亏损组合抵消掉资金的全部风险。同时能够在多种期货产品上实现套利，分散风险，等于在期货市场公司中实现了风险分散。

最后，对于具有不同的需求的客户，同时选择几家期货公司，经营不同操盘水平的期货商品类型，也是可以降低风险的。只是这需要经营者需要很高的均衡投资的能力。当然，期货市场出现了各种指数型的产品，那么这种均衡投资的可能性就可以大幅降低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节 为什么当股市走低商品价格就会走高

因投资者担忧美国和欧洲经济增长乏力，分析家们认为全球股市继续出现螺旋式下滑。市场早前传言说法兴银行有流动性问题，法国债务评级可能被调降。路透社和所有的评级机构都否认了这一传言，但是市场却对任何的坏消息都很敏感，交易者都迫不及待地马上对此做出反应。随着投资者知晓了美联储的声明，似乎美联储认为在可预见的未来，美国经济将艰难前行。

华尔街和各国的股市中一直有一种奇怪的传闻。这就是股市走低，商品价格走高的说法。近年来，资源类股票和商品期货之间表现出越来越强的联动性。当然这种趋势在第一次石油危机后就在全世界逐步建立起来，按照一些华尔街人士的看法，这主要是因为期货市场具有保值和风险厌恶的特性，而经常资源性股票的上涨，反映人们对于未来资源稀缺的看法，表明现货资源产品的价格可能走高。不过令人遗憾的是，通常资源产品走高总是带给市场诸如通胀加剧和供给减少的负面情绪。这也意味着经济的总风险提高，因此股市的下降频率要高些。久而久之，就出现了这种资源股票和期货价格联动的关系。

问题是，这种的价格关系，真的是唯一的吗？上述的观点的核心是宏观趋势直接反映人们对风险的看法。导致交易行为发生偏差。不过在哈佛的一些投资研究中证实，这种观点并不能证实。大多数人，对于这类股票的涨跌的风险估计不足，甚至毫无反应。例如在一个石油丰富的国家，比如伊朗和伊拉克，这个消息只会刺激人们对于生产的信心，总供给不是下降而是上升，经济体的总风险是下降的。在一个石油完全靠进口的国家，例如日本，这种消息的影响才是巨大的，这会直接导致更多的人盼望用套期保值的方法获得廉价的石油。

有些观点认为石油的重要性在世界经济中的影响是逐渐下降的，数据证实了这一点。石油作为能源的比例一直在下降，随着新能源的使用，这种影响还将历史性的下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



既然这个理论不可靠，有没有一种观点接近于真相呢？当然有，金融学上有一种信贷配给理论，按照这种理论。资本的总量是一定的，投资者在一个市场上的资金会随着利率发生分流。按照斯蒂芬·罗斯的利率理论，可能出现长短期的不同市场的看法导致资金分配差异。比如股市下跌，流出的资金就会涌向其他更为安全的市场，但不一定是商品市场，债券和黄金、房地产这些投资领域都有潜质。

之所以商品价格走高，最主要是因为大量的资金流入风险较低的商品价格市场，而且存在做空交易的话，这种趋势甚至可以是人为制造出来的。

不过最有可能是真相的一种理论是，这种说法不过是华尔街的幻觉。根本就不存在股价和期货商品价格的相关性。理论上说，股市价格和商品期货的价格的风险应该是各自独立的，而且其价格因素波动并不具有可预测性。

在金融危机后，人们看到这种的股市走低、商品价格走高的趋势正在被相反的关系替代。这种迅速地反转，股票分析师又将如何解释呢？当然他们也可以解释为这是基本面不太乐观导致的协同效应。问题是股市的系统风险并没有发生变化，在同一时间的前后也观察不到协同的作用。

股市走低和商品价格走高这样的关系，目前正被新的美元和商品价格关系替代，不过这二者的关系同样只是一种模棱两可的匹配。

更加直接地否定做法其实来自于金融市场本身，例如各种指数化产品的设计，多数利用股市指数或者国债的通胀指数，这种指数化的原理之一就是将股市指数的风险组合山寨化，这无形中表明一点，这些商品期货价格指数服从的是同样的规律，而著名的资产组合公式的一般均衡，就是假设这些市场的相关性可以忽略不计。

第六节　应当知道的关于商品交易的事实

威廉·江恩：美国证券、期货业最著名的投资家，最具神奇色彩的技术分析大师，20 世纪 20 年代初期的传奇金融预测家，20 世纪最伟大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资家之一，纵横投机市场达45年，他一生中经历了第一次世界大战、1929年的股市大崩溃、30年代的大萧条和第二次世界大战，在这个动荡的年代中赚取了5000多万美元利润，相当于现在的10亿多美元。他不仅是一位成功的投资者，还是一位智者和伟大的哲学家。

他所使用的分析技术和方法极其神秘，是根据古老数学，几何和星象学为基础的。然而，他的理论从未有人清楚掌握，江恩理论被敬佩的多，能掌握的则少。

威廉·江恩1878年6月6日出生于美国得克萨斯州的路芙根的一个爱尔兰家庭。他的父亲山姆·休斯顿·江恩和母亲苏珊·R. 江恩都是虔诚的基督教徒，有深远的循道会背景。江恩自己是一个虔诚的基督徒。他宣称在《圣经》之中发现了市场循环理论。

“投资者进入投资市场没有掌握知识，他失败的机会是90%。人的情感，希望，贪婪和恐惧是成功的死敌。”这是半个世纪以前江恩给商品期货交易者的忠告，至少现在看起来，这个忠告还是正确的。至于其他的理论，比如他那神秘的理论，基本上已经被某些金通融投资者确定为属于图表师一类的装神弄鬼。毕竟任何一个科学家都无法相信从《圣经》中发现投资理论的说法。这就和星座学的无稽之谈一样，被计量经济学和数据统计证伪。

现在看来，江恩对于商品市场的期货的认识，大部分已经是过时了的，只能作为一种投资哲学的资料书备案而已。江恩的时代，图表制造起来十分困难，电子报价器显示的其实并不是什么即刻的交易价格，是首先由交易员报价，之后询价成交后交给报价器记录员输入的。所以江恩宣称看电子报价器的做法纯属徒劳——这个观点是正确的，不过他的推理是错的。

江恩的某些理论现在看是正确的，比如他指出商品的价格是市场信息的全部表达。这是有效市场的理论。说实话，在那个年代，一个图表师居然是有效市场理论的拥趸，多少让现在的投资研究者们感到惊异。

期货市场的电子交易系统的带宽水平是一样的，差不多信息也是完全的。只可惜，这个交易系统总是找麻烦。所以，我们只能三分之二赞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成江恩大师的神秘观点。

不过除这个观点外，江恩的图表师的特色就暴露无遗了，诸如要求人们记下交易记录，目的是找寻期间某种规律，像那些神奇的图形和涨跌位置，都是这种记录的结果。今天的江恩图表，不包括他那些神秘的星座学的观点，任何一个分析师，一分钟可以画出上千幅，而江恩的时代，这种图表则完全是他这样的人的专利。江恩的书籍大部分就是这些神秘图表公式的集合。

江恩最成功的理论是他的交易行为理论。特别是人们的某些厌恶风险、赌博心理，这些都是被后来的行为金融实验证明了的。

江恩为完善自己的理论，曾经去世界各地旅行。他去过英国、埃及、南美、古巴甚至印度。他长时间逗留在大英博物馆，查阅一百年来的投资市场的数据，并总结出一套以自然规则为核心的交易方法。在他的分析理论中，他着重分析了价格和时间的周期性关系。1932 年，他还买了一架银星型飞机，以便能够在空中查看农作物的收成。

应该说，就对现货贸易的关注程度，江恩的头脑要更清醒些。尽管他宣称自己的方法是用于投机获利的，但他对现货的关心明显超过现当代坐在办公室里只凭报告就判断趋势的华尔街分析员。

当然，这只是就江恩的期货市场认识而言。具体到中国，这种认识也许更有时代感。中国目前总体来说投资渠道较少，投资者最典型的投资渠道主要有炒楼、股票、基金、银行理财产品、期货等，已经不能满足国内投资者的多样化需求。其中由于期货交易市场目前交易的品种较少，远远未能满足实际需求，与庞大的国民经济总量与投资需求并不适应。中远期交易市场的一些品种很多都具备了作为期货交易品种的条件，但目前还未能在期货市场上市。

中远期交易也为部分企业客户提供了一种新的投资、风险控制的工具，投资功能主要是根据行情的判断确定订货量、预测产品市场行情等，风险控制主要是基于套期保值的需求，在现货市场和中远期交易市场上进行对冲进而将成本或者利润控制在可控范围内，减小或规避相关的系统性或非系统性风险对企业造成的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于目前国内中远期交易市场中相当一部分采用了期货交易基本形式和手段，招揽毫无现货背景的企业进入市场进行投机。在这种情况下，没有强力监管部门对其进行科学监管，那么中远期交易将滋生不可忽视的金融风险和市场风险。不少大宗商品交易市场主要通过网络、电话推销等方式，以高回报、热门投资品种等，吸引普通投资者参与。在营销手段上、客户维护上缺乏专业性指导，显示了这个市场目前以做交易量赚取佣金为主的短视行为特征。

第七节 为什么大宗商品市场技术面分析意义重大

20 世纪 70 年代末，亨特兄弟试图控制白银市场，而卡特政府无法抑制通货膨胀，货币市场一片混乱，商品期货交易市场进入一个疯狂的时期。十年后，苏联入侵阿富汗，政治经济动荡不安，几乎全球都面临着因一系列天灾而造成的粮食短缺。伊朗把美国人扣押为人质，全球再度面临能源危机。这些因素却意外地成就了期货商品的繁荣，在整个 70 年代，CRB 指数上涨幅度超过 100%。而道·琼斯指数那 10 多年来却一直不涨不跌。这就是乔治·克莱曼眼中的美国大宗商品繁荣的基本历史。

大宗商品市场在过去的几十年突然开始变成全局性的组成部分，上自从第一次石油危机以来，石油为中心的商品期货贸易市场已经再也不是无足轻重。只要大宗商品市场出现波动，股市和全球市场的连锁效应就会更快地发生。人们现在不把商品市场和宏观经济联系在一起，已经很难知道市场上发生了什么。

中国和印度迅速成为世界经济的主流，处于工业化阶段的这些国家，他们因为住房和商品的生产对大宗商品产生了强大的新需求。美国国民的原油消费量占全球所有原油产量的近 1/4，年人均消费接近 25 桶。而日本经济加速增长（从 1950 年到 1970 年），使得日本的年人均石油消费量从 1 桶增加到 17 桶以上。中国和印度尚处于这类增长曲线的早期阶段，目前的年人均消费量仅仅超过 1 桶。中国和印度的人口总和是日本的 18 倍，它们的消费经济仍在继续发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国在金融危机后推动了全球最强劲的投资趋势，成为大宗商品的主要购买者，大型期货市场上的铁矿石、铜、铝土、石油现在的主要客户是中国，而相应的钢材、铜导线、石油管道设备的主要出口商也是中国。全世界19%的商品是由中国生产的。这一纪录超过了美国自从19世纪保持一百年的第一位置。

全世界的主要粮食生产国，比如美国、中国或巴西成为下一个农作物大面积歉收的国家，那么会发生什么情况呢？1995年，由于国内农作物减产，中国从亚洲最大的玉米出口国变成了玉米进口国，那一年的玉米市场成为历史上牛势最为强劲的市场，显而易见这不是一种巧合，当时玉米价格从不到2美元/蒲式耳涨到了5美元/蒲式耳以上。另一方面2010年，美国农业歉收，中国从美国进口大量的玉米，导致美国中西部的粮食期货价格普遍上涨。

大多数肥料包含一种称为碳酸钾（钾肥）的矿物质，而这种矿物质在中国的储量并不丰富。业内人士估计，五年内，中国需要约1000万吨的钾肥，其中中国只能生产100万吨左右。中国的大连商品交易所，如今是世界上第九大商品交易所，而且排名还在迅速上升。中国因素没有消失，相反，中国对商品的需求正处于上升阶段，从黄金、铜，到大豆、小麦。在金融危机后，显然中国已经意识到这当中的问题，除去直接在期货市场进碳酸钾的期货贸易，它也直接对原产地的碳酸钾生产进行干预，例如中国的公司一直关注加拿大和俄罗斯的矿产公司的期货头寸。

在商品市场上这些趋势，或多或少，正将逐渐转为实际的资金力量。把商品期货和期权的交易想象成一种游戏，一种全世界赌注最大的金钱游戏，每天都有人创造和失去财富。政府允许传统的金融市场进行运营，是出于资本形成的目的。允许期货市场运营，只是为了将它作为商品生产者和使用者的风险转移工具。由于这一游戏是零和的，就其本身而言，那些优秀的少部分人赢得了大部分人亏损的钱，这就是其赌注如此之大的一个原因。商品期货造就的富翁，在某些情况下是从相当小的赌注开始，一步一步造就的。运气只是一个短期因素，到最后，只有那些在游戏中玩得更好的玩家才会获胜。

除去市场和宏观因素外，作为实体经济的一端，商品市场受到生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和需求的实际影响也比别的市场要大得多。这意味着，通常除去政策的影响外，实际的公司层面的生产效率、经营能力、管理水平甚至一种商品生产的分布方式，都对世界的期货市场会产生天翻地覆的影响。

每周或每月发布的那些报告数据，通常发布的时间都是一样的，因此它们的公布在很大程度上已经被预料到。由于汽油用量的居高不下，库存将面临严重短缺。而美国能源信息署的石油报告在每周三早上的10点左右公布。在这份报告出来之前的整个星期，市场里所有人都被库存告急的预期所吓倒，那么油价肯定会上涨。然后到了周三，出来的报告显示石油的库存损耗并没有那么严重，也许甚至还稳中有升，这时多头的一方逃命的速度甚至会比他们建仓时还快。此即“天下本无事，庸人自扰之”。

炒作投机就是基于人们的这种预期来进行的。在传闻出来时，你只需持仓静候，待人们将价钱炒高之后，趁报告数据还没出来，赶紧出手，而且在报告即将发布时不要持有任何仓位。通过这种方式，你就可以赚到很多钱。持仓不放直到报告数据发布，相当于赌博——在期货行业里，这可不是什么好词。你实在想“搏一搏，单车变摩托”，有种操作方法是，在数据发布之前至少平掉一半的仓位，赚得些利润，以免在另一半仓位变得不利于你的时候血本无归。

第八节 为什么商品期货投资要避免“一窝蜂”效应

迈克尔·马加斯，期货市场投资大师，其管理的账户口净值仅在10年间就增长2500倍，让世人侧目。然而，他早期投资经历也曾遭受过多次失败，这些血泪教训告诉他一个深刻的道理：永远不要和市场较劲，不然你只能是输家。

马加斯对早年的市场惨败经历一直记忆犹新。一次，他将自己辛苦积攒起来的30000万美元和向母亲借的20000万美元，全部投入粟米期货合约，买入了容许持有的合约最高张数。他信心满满地认为即将出现的植物枯萎病会使粟米歉收，从而引起价格上涨。然而有一天，《华尔街

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



日报》刊出头条消息："在芝加哥期货市场，可以发现更多的植物枯萎病"，一时间粟米价格直线下跌，迅速跌停板，马加斯50000万美元也只剩下了8000美元。在跌停板之前，马加斯本有机会先行平仓离场，但他心存侥幸，一厢情愿地希望价位回升。

和市场较量，在重大消息出现的时候投资，经常是期货市场一窝蜂地开头，造成多空大战，乃至市场风暴也是普遍的事情。如起初的投资方向就是错误的，投资者遭受了巨大的损失。"角斗士"们不及时止损，反而心有不甘，结果只能是以卵击石，全军覆没。

在期货市场上一窝蜂地涌入，孤注一掷，都押注在一次投资上，渴望一夜暴富，想当然地认为自己能够摸清市场的脾气。这种投资冲动分子，除去偶尔的幸运者外，多数已经被期货市场的法则淘汰。

为什么在期货市场上，一窝蜂的投资方式要绝对避免呢？

首先让我们回到江恩的理论，即使不去关心他的图表的真伪和用处，单论江恩的警告止损的防御性投资方略而言，这种警告无疑是正确的。在电影《华尔街》中，戈登·盖克曾大呼贪婪是有益的，最后只能锒铛入狱。不放过任何蛛丝马迹，一有风吹草动就立即反应，在市场过度交易，频繁进出，结果却因小失大，损失惨重。还有的连续失利却不及时止损，一条道走到黑，继续投入以图扳本，最后落得血本无归。聪明人总是用冷静使其降温，把欲望克制在安全系数之内，才不会让贪婪支配自己的行为而得到最终惨败的结局。江恩关于股市风险的分析大部分都直接瞄准了投资的心理问题。

其次，期货市场的确是个灵活的市场。这个市场没有绝对的赢家，买卖双方是你死我活的争夺，利益就是从损失一方中获取的筹码。投机者是期货风险的承担者，期货交易运作的实践证明，一个市场中只有套期保值交易根本无法达到转移风险的目的。多头保值者和空头保值者的不平衡是经常的，因此，仅有套期保值者的市场，套期保值是很难实现的。投机者的参加正好能弥补这种不平衡，促使期货交易的实现。期货市场上没有投机者或没有足够的投机者参与期货市场，套期保值者就没有交易对手，风险也就无从转嫁，期货市场套期保值回避风险的功能就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



难以发挥。所以这个机制本身就是对于合理投机的一种规则。

最后，投机本身就是极易受到心理波动影响的。这既是期货投资发生基础，也是期货投资损失的原因。为什么有时根据某种公式计算，明明价位应该到顶了，而大势仍然往上冲？为什么有时依照图表信号分析，明明应该到底了，而走势依旧往下跌？期货市场的涨跌，在很多情况下，与其讲是技术因素，倒不如说是心理因素，即市场人气。人心向好，买气旺盛，价位就上升；人心看淡，卖压沉重，价位就下挫。“树欲静而风不止”。看涨的人气不散，价位就没顶；看跌的人心虚怯，价位就没底。这还是以纯粹技术的角度分析的一窝蜂的问题。

在现实中期货投资者一窝蜂地入市，经常是宏观市场发生巨大变动的信号，其危险性不亚于战争之前的紧张事件。例如 1979 年秋到 1980 年初，当时美国通货膨胀率达 13.5%，加上伊朗革命、石油危机、苏联侵略阿富汗，全球投资者掀起一场黄金风暴，短短几个月，国际金价居然由每盎司 200 多美元狂飙上 875 美元。此后的期货投机日益活跃，很快就成为整个美国市场长期周期的分界线。这个时间段也正是美国进入低通胀和繁荣市场的开始。

许多当时一流的分析师认为，此时的期货市场的高企，代表市场的繁荣结束。结果他们因为这种错判，错过了接下来十年的牛市。这等于让这些分析师彻底名誉扫地，荷包空空，成了赔了夫人又折兵的可怜虫。

另一个糟糕的后果是，一窝蜂的结果经常是大鱼吃小鱼的期货生存法则的写照。期货市场上百分之七十五以上的人都一窝蜂地买入或卖出的时候，“船身开始倾斜”，准备“弃船逃生”。评论几乎一边倒地看好或者看淡之际，你就应警觉：风向酝酿改变，大市随时逆转。一觉醒来，可能满街都是跌碎的眼镜。

1987 年 10 月世界性股市崩盘之前，香港股市恒生指数直逼四千点，当时“定破七千点”“会见一万点”之类的评论震天价响，市场上百分之九十以上的交易者都买入恒生指数期货。后来一个天崩地裂，成千上万的人血本无归。到底谁是“以寡敌众”的空头大赢家呢？帷幕揭开，原来是汇丰银行的一个全资附属机构等五家英资、美资、华资大财团！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



直接支配市场涨跌的毕竟是买卖双方的力量对比。何况基本因素永远有两种倾向存在，见仁见智，各取所需而已。期货市场的多头和空头唯一对应的法则决定了一个事实：谁占有的资金和现货交易多，谁必然是绝对的胜者。此外别无他途，至于小规模的期货投资者，不过是随波逐流的小角色。

第九节　经济萧条中有商品期货投资的良机吗

1998 年，邓普顿在急速膨胀的美国股市中发觉了潜在泡沫的危险，他从科技网络股炙手可热的疯狂浪潮中听到了荷兰郁金香热、英国南海泡沫、佛罗里达地产热的历史回响。

他建议投资者们从极度亢奋的美国股市抽身出来，转投亚洲。当时亚洲正被旷日持久的金融危机所困扰，市场上空弥漫着一股悲观的气息。

邓普顿根据自己逆向投资的原则，认为在熊市中搜寻有价值的低价股，定能在股市回升后取得超额回报。然而，美国本土随处涌动着狂热和乐观的情绪，他们高喊这次完全不同，历史进入了永恒的增长期，传统的价值衡量标准将被遗弃，泡沫不一定会带来灾难……最后无可避免地陷入了又一场股市危机。而在他们为自己的固执和遗忘付出最昂贵代价的时候，邓普顿在韩国和亚洲其他地区的投资获得了丰厚的回报。

商品交易并不适合温顺软弱的人，你需要有明智的判断力、过人的胆识、冒险的精神。不过，这种冒险和胆识，经常是一种逆向思维的体现。把这种战略推向极致的是投资家邓普顿，他的逆向投资法，实际秉承的就是人弃我取，在低潮中趋利的方式。

这种方式，就是大抄底，在价格和市场的低谷中寻找机会。这是这类投资法的高明之处。在商品期货处于经济周期的低谷的时候，同样更需要这类做法。而按照对冲基金经理们的观点，经济萧条前后可以说是他们进行大规模投资的良机。

在这方面，最明显的赢家是高盛。在美国大宗商品市场狂热的十年中，高盛一直扮演推波助澜，多头庄家的操盘者的类型。在 2010 年金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



危机发生时，这个投行反其道而行，不断看空期货市场。长期做多大宗商品市场的高盛集团，2011 年在发送客户的报告中称商品市场的风险回报状况发生了变化，建议投资者在油价及其他市场出现逆转前锁定获利，并关闭该集团 2010 年 12 月份推荐的高盛的商品投资组合。

据统计，仅仅在这桩危机期间的多空转换中，高盛公司的利润就达到数百亿美元，成为这场经济危机的唯一赢家。

商品市场的周期是可以非常准确地预测的。因为商品市场的规律本身是实体经济的规律支配的，市场并不能直接通过资本财务手段来制造出商品。这一点，是其他虚拟商品和金融商品所不具备的。这种和现货市场的联系特征，也让商品市场的长期供求趋势具有可预测性。再强大的金融巨头，充其量只是能够影响实体投资的方向，并不能影响资本生产的效率和质量，对于生产率更是无法影响。反过来说，经常生产率的波动反倒导致金融资本出现损失。

最好的获利机经常在天灾人祸的时候才出现。在这种天灾下的冲击造成的经济周期冲击，常常是期货投资赢利，暴利投机的巨大机会。一些历史性的投机成功案例就发生在这些让人胆寒的经济大反转中。

2005 年，4 个三级风暴：丹尼斯、卡特里娜、丽塔以及威尔玛，横扫了美国大部分地区，留下一片混乱与废墟。卡特里娜飓风的强劲风力和它卷起的惊涛骇浪在 8 月底摧毁了墨西哥湾沿岸的一切。风暴和随之而来的洪水造成了超过 1300 人死亡，经济损失估计高达 1000 亿美元，使卡特里娜成为美国历史上造成损失最为严重的自然灾害。

没人能确切地预知任何风暴的后果，但是一些专家说我们正处于一个飓风多发期的起始阶段，而一个多发期通常要持续 15～20 年。最近几年里，美国的佛罗里达和其他一些州的糖料作物遭受了飓风的沉重打击。如此一来糖在食品市场上就供不应求了，再加上糖本身又是工业生产酒精的重要原料，于是便形成了一个双重打击。另一个易受强飓风季剧烈冲击的是天然气市场。别忘了，天然气既用于供暖，也用于制冷，所以这里又隐藏着一把双刃剑。

在这样的时期，囤积某些可能受到不利影响的关键商品，比如墨西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哥湾附近的原油公司的期货头寸甚至股票。就是一个非常赚钱的策略。这样做有一定的风险，但就像某些产业在每次风季前都要做好防范准备一样，交易者可以两面下注，适度地往投资组合里增加一些特定的商品，并使用期权、甚至期货，以对冲可能受到的损失。

在 2005 年的风季中，美国有 113 座以上的采油平台、400 条以上的输油管道被飓风摧毁。购买那些从事采挖资源、提供钻探设备、运输最终成品等活动的公司股票。比如说，购买与“运送石油工人”相关的股票在当年就大赚了一笔，虽然这并非直接投资自然资源。即便是在风灾比较轻微的 2006 年，这样的投资也被证实是收益颇丰的：市值较低的专门运送工人往返采油平台和生产设施的公司（具体而言，即提供船和直升机服务的公司）在风季将要来临时是很好的投资对象。

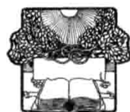
这就是在熊彼特的微小的经济周期中获利的现代投资法。2006 年 5 月 30 日，恰好在当年的风季来临之前，弗兰克·厄克特在苏格兰发行量最大的《苏格兰人报》上发表了一篇题为《直升机危机威胁石油工业》的文章：

“据知情人士透露，北海地区的直升机公司因机队和人员短缺，已难以应付骤增的服务需求。不断上涨的油价导致海洋石油与天然气工业的直升机飞行任务突然大量增加……

凡是你想得到的，不管是什么，只要它从事拖运、刨土、装船、建设或精炼等活动，我们都可以把它与商品关联起来，并作为一个很赚钱的项目加入到投资组合里。”

就在这篇文章发表不久，英国的期货市场发生了惊奇的变动，布伦特原油的价格开始迅速攀升。即使当年石油工业因为伊拉克的复苏开始出现转机。奇怪的是英国的石油价格居然飙升的更加猛烈。这就是说，在这种过程中，短期的波动，有长期经济周期的利好，期货投资获利仍然蕴藏巨大的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十一章
黄金投资是盛宴还是剩宴

第一节　黄金真的是永恒的财富吗

后人发现，哥伦布的日记中竟有60多处提到了黄金。1492年10月13日的日记中写道："吾密切注视，仔细观察可否有黄金？果然他们中有些人在穿孔的鼻子下挂有小金块，借助手势我了解到此岛以南有一个王国拥有大量黄金。"

三天后，他在1492年10月16日的日记中再次写道："印第安人打手势说，该岛有很多黄金，岛民的手、足、耳、颈均佩带金饰物。"

又过了三天，他在1492年10月19日的日记中写道："印第安人说，国王就住在村里，他拥有许多黄金。……为此，我当继续航行，直到找到黄金产地。"

21世纪初，一个北美印第安人讽刺性的抗议说道："白人踏上这片土地，眼睛里只有贪婪的金子的目光。"的确哥伦布招供说：黄金是世界上最为珍贵的东西……有了黄金在世界上想干什么就能干什么，甚至可以让灵魂升入天堂。

按照一些吹捧黄金价值的人们说，黄金是全人类的财富，天然具有价值。不过，黄金之所以成为人类的财富，最主要的原因是稀缺。这种元素在地球上的天然储量很低。到目前为止，世界现查明的黄金资源量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



仅为 8.9 万吨，储量基础为 7.7 万吨，储量为 4.8 万吨。

南非、美国等黄金生产大国的黄金产量却在下降。特别是南非，其 2005 年的产量下降了 15%，仅为 300 吨左右，现在世界上最大黄金生产国是中国，年产量为 571 吨左右。另外，由于金矿产业投资周期长、开采成本高，在一个地方勘探出黄金，按照正常的程序需要 7～10 年才能生产出黄金来，因为光地质探矿就需要 2～3 年，从历史数据看，全球矿产金数量不可能快速增长，未来几年世界黄金产量不会变化很大，依然会比较稳定。目前世界最大黄金生产国——中国的储量仅仅占世界第三的总储量。这意味着，中国的生产黄金总有一天也将枯竭。

真正把黄金看成财富的历史从古埃及时代就建立起来了。其主要的目的是换取盐和商品，控制整个经济和政权。因为除去稀缺性外，这种金属的品质极为稳定。黄金史学家格林曾指出："古埃及和古罗马的文明是由黄金培植起来的。"掠夺并占有更多的黄金是古埃及、古罗马统治者穷兵黩武的动力。

公元前 2000 年至公元前 1849 年，古埃及统治者先后对努比亚（尼罗河上游的一个小国，有丰富的黄金资源）进行了四次掠夺性战争，占领了努比亚全部金矿。仅图坦哈蒙陵墓中的金棺就重达 110 千克。同样的在东方的中国，在三星堆的大型遗址中，就发现大量的金面具、金质太阳树。

真正把黄金看成人类财富的是近现代社会，特别是重商主义兴起后。重商主义者们干脆认为，除去黄金以外，其他的都不是财富。14 世纪法国教皇派出教士前往蒙古，结果蒙古人向法国人打听他们的牛羊是否众多。教士们和教皇得出的结论是，蒙古人是一群贫穷的野蛮人，居然不知道黄金才更有价值。教皇因此认为只要给些钱，就可以顺利打发这群饥饿的魔鬼。后来亚当·斯密评价说，在这一点上，把黄金当作绝对的财富的见识还不如蒙古人。

黄金作为人类的财富，这个意义上它的价值并不比其他的金属例如铂的价值更高。后者更加稀缺，性能更加稳定，而且具有黄金不具备的众多理化性质。如今人类的黄金财富的观念，只是金本位制度推行的一种残余影响而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1663年，英国国王查理二世在圣诞夜前夕颁发了一项授权状，要求新生产的金币需完全通过机器方式铸造。不久，这种金币就被命名为“几尼”金币，它重达8克或1/4盎司，在授权状中新币面值被界定为相当于20先令银币。这些精美漂亮的金币和英国流行了60年的、破烂不堪被反复磨蚀的旧币形成了鲜明的对比。但人们仍然继续使用这些残破的旧币，因为这些旧银币重量较轻，根据重量所能兑换的新金币数量远低于旧币原有的面值。

新铸的金币也大多被用于窖藏或为了谋利被运往亚洲，几乎没有留在英国作为货币使用。在英国的贸易和债务支付中，越来越多的钱币不为人所接受。这类劣币驱逐良币，甚至造成不足的黄金到处泛滥的事情，本身就是否定黄金作为财富象征的现象。

这类铸币保卫的斗争最后以建立金币本位的制度维持了大约一百年，由于黄金的奇缺和稳定，自动和商品交换适应，它也成为主要的一种货币材料。拥有大量的货币材料，也被看成是拥有物质财富控制权的象征。所以仅仅在一个世纪内，英国就因为拥有最多的黄金储备，而成为世界的货币中心和资本输出中心。日不落帝国的威名同样也是建立在黄金之上的。

在布雷顿森林体系崩溃后，美国黄金储备的大量丧失让金本位制度退出历史舞台。由于纸币没有价值，人们在风险增加时，才产生贮藏黄金商品保值的需要。只不过在这一点上，黄金已经不是原来意义的财富，和其他的产品，例如房地产和油画收藏品一样，成为一种具有稀缺价值的商品而已。

第二节 黄金投资是财富保险的最佳选择吗

1862年1月27日，林肯总统颁布了命令，决定2月22日北军总动员，并命令海陆军全面攻击南方叛军。此时年轻的摩根惊呼“金价要上涨，机会来了！”他计划马上买进黄金，囤积起来，随着战争的深入、扩大化，市场也定会随之波动。摩根把这一想法用电报告诉了父亲，老摩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根一开始不同意冒险，但在儿子的一再劝说下，又考虑到儿子的处境，就答应借给他500万美元。摩根则立即用这笔钱在纽约买进500万美元的黄金，其中一少部分销往伦敦，大部分则留在手中，等待黄金价格暴涨时再抛出去获利。

接下来摩根的预言成真了。人们出于对战争的恐慌，纷纷抢购黄金，造成金价暴涨。金价暴涨更加剧人们的恐慌。结果抢购黄金的人越来越多，金价扶摇直上，几天时间金价上涨了3倍，社会上一片动乱景象。这直接导致了林肯政府对摩根财团的让步，开启了私人银行掌控美国政府发行货币的先河，也让摩根一夜暴富。

这是摩根，那是摩根，此间的一切，都是摩根。到今天这个家族仍然控制着很大部分的美国财富。让摩根家族财富长期不衰的，正是黄金。到1929年，这个家族占据的财富达到美国的四分之一，成为华尔街的唯一仲裁者。

既然古老家族依靠黄金投资发家致富，长青不倒，显然黄金的保值增值作用应该是没有问题的。虽然对黄金投资需求的统计是困难的，但毋庸置疑，近年可识别的黄金投资需求显著上升。自2003年以来，投资成为最强大的需求增长来源，截至2007年底，其价值增加约280%。在2007年，投资吸引的净流入约达150亿美元。

作为一种降低财富和资产风险的手段，黄金的魅力又是什么呢？

要了解人们为什么选择黄金作为保值手段。单独看那些财富老故事不一定具有价值。毕竟，现代社会不是吕蒂亚国王的时代，为了黄金可以不择手段。时过境迁，有些条件已经不在具备。所以黄金投资的优劣还需要再思考观察一番。

黄金投资只是财富保险的一种手段，至于是不是最佳，还有待于观察。长期来讲，在没有航天技术、化学工业技术飞跃的前提下，目前的黄金产量增长将继续稳定下去。世界在20年内没有发现大规模的黄金矿藏，那么，世界以目前的速度开采，按照现在的可采储量计算，黄金的产出在20年之后会出现急剧下降。在未来20年内会根本性地重塑世界黄金定价机制。问题是这一切都是以黄金的现有技术的水平做出的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



测。人们还不能完全估计未来的不确定性。

其次，世界经济仍然按照目前地速度增长，黄金的需求只能上升，不能下降。因为社会习惯的惯性非常大，所以在短时间内很难改变，所以这种需求，在未来依然会上升。投资需求是最具有波动性的。假如世界货币投放机制依然如是，那么，未来美元的流动性还会给黄金的投资带来充裕的资金。

问题是，这些投资假设真的都很靠谱吗？答案是否定的。至少是不完全的。

在人造钻石没有发明前，钻石一直认为是绝对不会贬值的财富保值产品。德比尔公司甚至宣称钻石恒久远，成为垄断世界钻石的垄断巨头。南非作为钻石和黄金生产国，具有影响世界市场的能力。但今天，这种影响随着人造钻石的生产，南非公司的话语权已经降低。同时，由于天然钻石的高昂价格，为了它们的安全，费用大幅增长，这让钻石的本身的收藏价值大幅下降。同样的事情，黄金的储量和生产量大幅扩张，成本下降，上演 18 世纪的黄金贬值战也是可能的。

只要世界的货币体系稳定，黄金的作用就会很快下降，逐渐进入金饰品的市场，价格进一步降低。这时候金的需求，反倒是财富贬值的开始。

2012 年 3 月 17 日记者在市区时代百货商场的周大福等珠宝柜台看到的首饰金标价为 409 元/克。“价格才调没多久，周三价格还卖 416 元/克，这是今年以来的最低价。”周大福专柜导购员告诉记者，进入 3 月销售淡季以来，首饰金价格持续走低，已经从月初最高 432 元/克降至 409 元/克，降幅达到 5.32%。这位导购员认为，目前首饰金的价格是比较便宜的，对于准备在“五一”期间结婚的人来说，目前可算是出手购买的机会。

黄金价格到 5 月后居然降低到不足 360 元/克得水平，对于这些人来说，这是比不小的损失。一个人在 3 月听信分析师们的胡说八道，那么未来他的个人损失，完全可以用财富贬值来形容。世界经济的增长和黄金的需求并没有什么靠得住的关系存在。原本外汇市场上美元和商品存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在一种相关关系。不过后来这种关系却被证明只是一种幻觉。美元和黄金的价格关系，也被一些证明是一种错误的分析而已。此外，一些投行大规模地在做空黄金和美元之间闪转腾挪，也成为一种让人对黄金不放心的理由。至少在过去的30年来，黄金的金融产品已经变得和其他投资产品一样。

第三节　为什么伦敦金价在世界上占主导地位

1980年，每盎司黄金价格是614.5美元，并不是历史最高点。1999年7月，每盎司黄金已跌至253美元，却成为历史最低点。这也是自布雷顿森林体系后黄金的首次崩盘。

全球黄金价格一路走低的导火索，主要是这样的消息：英国1999年5月7日宣布抛售所持有的715吨黄金储备的一半。全球金价立即下跌了10%。世界黄金协会评论说："这简直是黄金市场的灾难。"7月6日，在伦敦拍卖会上，英国银行以261.20美元/盎司的价格出售了约25吨黄金，市场人士本来期望在两个月以来已经下跌了10%的金价会出现反弹，但就在英国银行拍卖3个小时后，金价跌得只剩下257.60美元/盎司。同日，南非的矿业部长说，南非40%的金矿低于260美元/盎司的价格将没有赢利，并且8万名采金工人将失业。此言出后不久，南非一座百年老矿就宣布将要破产清算。

1997年，国际黄金价格以366.55美元/盎司开盘后，1月份，荷兰中央银行宣布已经售出300吨黄金储备；5月份，德国中央银行宣布将考虑售金；7月份，澳大利亚央行宣称已抛售其持有的黄金储备的2/3，到7月7日，世界黄金价格跌到314.10美元/盎司。1997年10月24日，瑞士中央银行宣布将出售1400吨黄金，打算将其黄金储备比例从40%降到25%，结果，全球金价暴跌至308.75美元/盎司。1997年11月26日，英格兰银行行长在欧洲议会表示，未来欧洲中央银行将只保留少量的黄金储备，此话更使市场人士对欧元成员国的剩余黄金储备走向表示忧虑，结果直接导致金价穿过300美元/盎司的大关。12月4日阿根廷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中央银行宣布已出售了全部黄金储备，当日金价直逼286.25美元/盎司。

在英国人开启了十年的黄金抛售潮后，谁也没有想到，十年后，黄金的价格出现报复性的增长。今天在伦敦黄金交易所的价格已经接近1500美元/盎司的水平。更可笑的是现在保留黄金最多的国家是欠债最多的国家意大利。这个国家是欧洲最大的债务市场。

在分五次抛售黄金后，英国黄金交易所居然因为获得大量现金庆幸自己的策略成功。而最大的黄金生产国南非，由于一个世纪以来成为英国殖民地的不利地位。在这一次黄金抛售后，其经济水平明显下滑。这大概是人类历史上继续西班牙后，第二个因为太过热爱黄金，拥有数量太多失败的国家。当然，不得不说，英国交易所实在功不可没。

20年前，南非曾是全球黄金产量最大的国家。40年前，南非年产黄金1000吨，达到历史最高点，但从此以后就直线下滑，到2012年只有220吨。

40年来黄金产量下降80%，这主要归因于中国、澳大利亚、美国等国产量的崛起，如今俄罗斯也对其构成了威胁。南非黄金产量下滑的主要原因，大金矿已经开采殆尽，面临关闭。剩下的老金矿越挖越深，开采难度增大，产量也逐渐减少。而新矿的储量普遍偏小，纯度也不高。到2012年4月，标准普尔连续下调对南非经济增长的预期。曾经的非洲雄狮，现在成为新兴国家中最弱的国家。

当然，在南非实现种族平等后，其黄金开采这样的重要部门，依旧控制在飘摇不定的伦敦黄金交易所中。而这个有着悠久历史的交易所本身的资金背景不但不如美国的交易所，甚至直接的力量比新加坡都弱。让它主导世界的金价的结果只能是越来越衰微。

为什么长期以来已经变成一个中等国家的英国，还能主导黄金价格呢？除去历史性的因素，诸如该交易所是最早的黄金交易所，有丰富的经验和管理外，英国的金融城在近年的发展也让交易所的交易更加繁荣。

1804年，伦敦取代荷兰阿姆斯特丹成为世界黄金交易的中心，1919年伦敦金市正式成立。1982年以前，伦敦黄金市场主要经营黄金现货交易，1982年4月，伦敦期货黄金市场开业。目前，伦敦仍是世界上最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的黄金市场。

伦敦没有实际的交易场所，其交易是通过无形方式——各大金商的销售联络网完成。交易会员由具权威性的五大金商及一些公认为有资格向五大金商购买黄金的公司或商店所组成，然后再由各个加工制造商、中小商店和公司等连锁组成。交易时由金商根据各自的买盘和卖盘，报出买价和卖价。

随着香港交易所的扩张，英国经济的持续衰落，这个交易所的命运正在发生变化，预计在未来，伦敦金属交易所被收购后，那么一个很可能的历史结局是，从此英国和伦敦在黄金价格上的优势也将散去。

对于没有市场，并且黄金市场生产份额不断萎缩的英国交易所来说，这是一个必然的命运。毕竟黄金本身属于商品，任何商品，达不到规模，那么交易所的存在的可能性都将降低。

第四节　为什么说黄金是一把尺子

法国兴业银行分析师 Dylan Grice 认为，黄金价格有可能升至每盎司 6300 美元。原因如下："美国拥有近 2.63 亿盎司黄金，而美联储的货币基础是 1.7 万亿美元。因此若美元完全由黄金所支持，则当前金价应为约 6300 美元。以目前的价格计算，美元只有 15%是由黄金支持的。"

这位分析师的观点是一种原始的金平价观点。金平价指两种货币含金量或所代表金量的对比，是把黄金作为一种货币和价格的衡量指数工具。金平价是金块本位和金汇兑本位制度下汇率决定的基础。金本位制下，货币的汇价应该等于货币的含金量之比，如 1 英镑含 2 克金，1 美元含 1 克金，则 1 英镑=2 美元。

把黄金看成一种标示和标尺，这种看法由来已久。19 世纪，先后在俄国、美国、澳大利亚、南非和加拿大发现了丰富的金矿资源，随着采矿技术的发展，大量黄金被开采出来。仅 19 世纪后半叶，人类生产的黄金就超过了过去 5000 年的产量总和。自 19 世纪到 20 世纪初，许多国家实行了金本位制，也就是说黄金就是货币，既可以用普通货币兑换黄金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也可以用黄金兑换货币。这种制度本质是黄金和货币完全等价。

不过随着第一次世界大战爆发后，交通和运输中断。英国保证的黄金运输被掐断，纸币通胀严重，汇率贬值和管制加剧。此后黄金市场被迫取消。

1944年7月1日，在美国新罕布什尔州布雷顿森林举行了由美、英、法、中等44国代表参加的世界货币金融会议，在会上通过了《国际货币基金组织协定》，建立了以美元为中心的国际货币体系，即通常所称的“布雷顿森林体系”。其主要内容是：以美元作为国际货币结算的基础，美元成为世界最主要的国际储备货币；美元直接与黄金挂钩（1盎司黄金=35美元），各国可按官价向美国兑换黄金；各国货币与美元实行固定汇率制，一般只能在平价1%上下幅度波动，超过规定界限，各国则有义务进行干预。1973年3月，因为美元贬值，再次引发了欧洲抛售美元，抢购黄金的风潮。西方各国经过磋商，最终达成协议，放弃固定汇率，实行浮动汇率。至此“布雷顿森林体系”完全崩溃。这就是黄金非货币化的开始。

在布雷顿森林体系下，黄金和美元纸币之间存在等值化的倾向。其货币化的职能被美元替代。在战后初期，黄金的价值甚至不如美元。在1949年的东西德竞争中，在黄金储备上占据劣势的苏联，最终不得不在马克大战中落败。其中最主要的特点是，卢布和美元之间的货币含金量存在很大的差异。

到1975年，美国政府允许私人买卖和储备黄金。1978年，国际货币基金组织以多数票通过批准了修改后的《国际货币基金协定》。决定黄金不再作为货币平价的共同单位，取消了黄金官价，自此开始了黄金市场化的进程。在这之前所有的制度，都可以形象的看成是将黄金以不同的标尺缩放的形式。

世界上离开黄金作为价值和货币标尺的时间只有三十多年。正是由于这种历史性的影响，直到今天，人们提到黄金，仍然能够勾起对黄金平价制度的某种回忆。黄金作为市场化用品的价值也和这些模糊的概念，成为某些时刻各国经济动荡的一种避险的反映。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因为在国家间仍有部分交易需要黄金储备清算。所以金平价的制度并没有完全消失。而是成为各国中央银行的保留制度。从某种角度说，这也是最后制约各国央行滥发钞票的最后一个标准约束了。而人们在经济动荡和通胀中保留黄金，一来可以用作同中央银行交易的手段，二来也作为各国藏金于民的另一种黄金储备形式。

黄金从国家金库走向了寻常百姓家。其流动性大大增强，黄金交易规模增加，因此为黄金市场的发育发展提供了现实的经济环境。黄金非货币化使各国逐步放松了黄金管制，是当今黄金市场得以发展的条件，但是黄金在实际的经济生活中并没有完全退出金融领域，目前黄金仍作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，并有相当数量仍被国家或个人作为储备资产。1972 年，加拿大温尼伯商品交易所开始试验黄金期货交易。1974 年，纽约商品交易所引入黄金期货。1983 年，以伦敦为交易中心，以苏黎世为周转中心，连接东京、纽约、开普敦等地的全球黄金市场体系基本形成。

不过在一些情况下，黄金的稳定作用依然不可小视，例如 20 世纪 90 年代末的韩日经济危机中，这两国的黄金储备都严重不足。不过通过民间捐赠的形式这些国家都顺利地渡过了经济危机的严重风潮。

第五节　黄金市场真的没有庄家吗

“某些特定的时间，市场上可能会出现一些‘试图改变市场的力量’，比如各国的中央银行。它们在特定的情况下，出于本国或者本地区经济发展的考虑，会试图干预市场。但就是以如此庞大的国家财力为背景，也无法长时间影响走势。比如日本央行在 2003 年的多次干预中，往往一次数亿资金的干预却只能改变几个小时的行情，很快市场又恢复原来的运行趋势。国家的干预尚且如此，更不必说其他的机构和基金了。”一些经济师认为这就是黄金市场上无法存在庄家的原因。没有真正存在的庄家，更不存在什么幕后黑手。任何国家或机构面对每天 2 万个亿美元的成交量，都只能望洋兴叹了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



黄金市场到底有没有操纵者，或者说庄家呢？黄金炒家和经纪人、黄金公司都信誓旦旦地肯定说没有。事情是不是真的如此呢？

理论上说，的确在数亿美元的资金市场上这种可能性很低。无论任何机构都不可能有这么巨大的资金力量操纵市场，而且其交易实行的基本是电子操作，采取坐庄的风险是很高的。

不过，这只是理论上的分析。这两条基本上不能作为庄家不存在的理由。

首先，庄家存在与否同资金规模本身没有关系。有些很小的市场，交易完善，根本不会存在庄家操控的机制。例如的赌博行业中的博彩，各类投资者的获利机会是平均的。相反，巨大规模的市场，例如期货市场，它的投机机制反而制造了大量复杂的做空机制，也成就了一些影响力巨大的庄家，例如大型投行高盛，就是这种庄家。

真正庄家产生的根源，是风险定价非中性机制。假如市场机制天然不能分散市场，其结果是，不论怎么设计，总会产生庄家和实际的庄家效果。像黄金交易市场，除去期货交易明显存在摩根士丹利这样的看空常客外，现货市场实际也是一个不公平的机制。

以伦敦黄金交易所为例，这个交易所本身就是五大庄家的赌场而已。五大黄金销售垄断了南非黄金的生产销售，这个市场的机制，更像是一个英国拍卖会。由于黄金的生产主导权掌握在五大金行手里，他们通过手中的黄金生产来影响黄金市场的长期供求。对于较少了解生产信息的外界来说，往往只能通过黄金产品和市场内的消息判断行情。这种情况等于交易所直接参与交易，如果这不是操纵市场，大概没有什么可以叫作操纵市场的了。

一些金行在现货的市场高抬价格，在生产方面控制股市价格对冲的手法，随着高盛等公司在现货和期货市场上的频频模仿复制，也逐渐为人所熟知。

其次，电子操作的公正性能否保证没有操纵力量？电子操作的风险有时候是很高的。经常可能成为做假盘的诈骗工具，另一方面在市场上的订单排序的拥堵，也让黄金交易出现一种严重的羊群行为。经常在同一时间会有上万订单出现，导致交易所的电子系统崩溃，甚至故障。理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



论上，一个黑客可以通过这种扰动盗取额外收益。如果这个盗取者是交易所的话，那么结果很明显，这就是轮盘上庄家的那个空位，专门用于吃筹码的。

另外电子操作只是认为交易的机械化，根本无法改变交易的不公平的设计。不管你怎么改变电子系统，你不可能让那些金行停止直接干预黄金市场的各种力量。

最后，我们似乎一直忘记了分析师，这类人员经常和黄金市场的庄家存在分成的利益关系。他们所做的研究报告，很少不是和机构投资者、五大金行没有联系的，这种研究报告影响交易员，进而影响交易者的判断。根据索罗斯的反身性原理，人们的盲从显然给真正的庄家获利提供了机会。

卑诗劳工联会的会长辛克莱表示，纸黄金的出现使黄金市场可被多方博弈，但纸黄金并不能提高黄金产量。几大庄家可以联合起来操控纸黄金市场，但他们不能凭借这种高杠杆效应的纸工具增加实物黄金的供给。他还表示，这些庄家的行为主要依赖大众投资者的资金不足，在担心亏损时，因压力而逃出金市。归根结底，我们所做的只是为市场制造这种舆论：黄金价格自 40 美元飙升至 887.50 美元。主要是因为黄金供给大幅减少。这意味着数据分析退居二线，基本面占据主导地位。

他称："所有的交易波动必将导致黄金价格出现大幅波动，但是黄金上行行情中市场的狂热，使我之前对黄金目标价格的估计显得非常保守。忽略看空黄金的分析，黄金将涨至并突破 1224.10 美元/盎司，并到达 1274～1278 美元/盎司区间，之后触及 1650 美元/盎司及阿姆斯特朗和阿尔夫预测的价位。"

随着黄金市场的频繁波动，人们逐渐意识到庄家已经是黄金市场一个不可忽视的力量。当众多的经纪人和公司向人们推介黄金现货的产品的时候，他们的不存在庄家的高明的说法，自然不值一驳。庄家本身就是投机机制获利的一部分，本身并没有什么错误。对于本身价格在市场化出现巨大波动的黄金来说，这不过是冥冥之中注定的事情。只不过大多数人不愿意承认而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六节　为什么美元贬值金价上涨、美元升值金价下跌

美元价格和美国经济状况是息息相关的，1970 年，美国处于高通货膨胀中，黄金价格一路狂升。美联储为了遏制通货膨胀，改变市场对通胀的预期，在 1981 年将利率提升到一个前有的高度，接着就发生了黄金市场牛市的崩溃。

2001 年以来，美元贬值的单边形式明显，国际黄金价格由美元标价，美元贬值对国际金价是一个有力的支撑。美元价格通过美元指数表现出来，黄金价格和美元指数的走势具有明显的反向性，其变动具有负相关性。在 21 世纪初美国的新经济泡沫破裂时，导致金融恐慌，大量资金为了逃避选择了黄金及其各种黄金的衍生工具进行投资，为以后几年黄金价格的上升开启了通道；2007 年下半年的债务危机使得美元金融市场、资本市场受到重创，而黄金价格则在随后的 9、10、11 三个月大幅度增长。

在黄金投资市场上，一直存在一条炒金铁律。国际美元市场与黄金市场 95%以上都是反向运行，即美元上金价跌，美元跌金价涨，所以美元也就成为研究金价重要的“参照物”。

这种说法的理由如下：

第一，因为全球黄金现货及黄金期货都是用美元来标价的，所以，美元走软会让黄金在非美国家投资者面前变得更加便宜。也就是说，美元的不利消息即通货膨胀的威胁，还有投资者不愿冒险投资美国的心理，这些坏消息对黄金来说都是有利的消息。

第二，美国的经济总量在世界上一直是第一，被称之为世界经济的火车头，同时又因国际黄金价格采用美元为计价单位，这使得美国经济的发展状况以及美元走势对黄金价格有重大影响。且通货膨胀率低的时候，就会加强人们对美元的信心，从而吸引大量的国际资金流入美国市场进行投资，促使美元升值，进而影响黄金价格；同时美联储会依据美国经济状况做出不同的货币政策安排，例如当美联储决定加息，这会促

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使在外汇市场上美元升值，投资者觉得持有美元能够获得高利息的收入，而持有黄金成本太高，在这种情形下投资者的投资取向就会发生变化，进而影响国际黄金市场的需求和价格。索罗斯和约翰·保尔森这两大巨头对未来黄金市场的多空分歧日益明显，索罗斯大举抛售黄金资产，而保尔森则坚持看多。

但美元贬值真的就必然导致黄金价格上涨吗?

20 世纪 40 年代建立的“布雷顿森林体系”，使得美元当时可按 35 美元一盎司的官价直接与现货黄金兑换。可到了 20 世纪 60 年代，由于美国深陷越南战争的泥潭，财政赤字巨大，美元不断贬值，使得各国纷纷抛售自己手中的美元并抢购黄金，从而使美国黄金储备急剧减少，于是美国被迫于 1971 年终结布雷顿森林体系、停止美元换黄金。此后金价开始出现暴涨，最终从 35 美元一盎司一直涨到了 1980 年的最高 870 美元，九年整整涨了 23 倍。

通过对这一历史现象的归纳，人们普遍倾向于认为黄金当时价格的不断上涨是缘于美元当时的不断贬值，从而得出了“美元贬值会导致黄金价格上涨”的经验性规律。

全球共计 14 万吨的黄金总储量和每盎司 1900 美元的价格计算，黄金的总价值约为 9.5 万亿美元，而 2010 年仅美国、中国和日本的 GDP 就分别为 14.6 万亿、5.98 万亿和 5.45 万亿美元，这意味着黄金总储量全部用于货币流通，都不足以支持全球经济的发展需求。当黄金在本质上已经不能适应社会的发展、满足其作为货币的本质要求时，那么美元当前的贬值与黄金价格走高之间联系的必然性势必就会减弱。

索罗斯对市场过于迷信“美元贬值导致黄金价格上涨”这一经验性规律可能就不认同。他的“反射性金融理论”认为，每个泡沫都有两个组成部分——现实中主导的潜在趋势和对这个趋势的错误理解。最终，市场预期变得与现实相差太远，致使人们被迫承认错误观念的存在，并最终形成趋势的逆转点，然后市场开始朝相反的方向自我强化。当趋势与错误理解积极地彼此强化时，就引发了繁荣—衰退的过程。这一过程会在发展中受到负反馈的检验，趋势足够强大，未能被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



负反馈所纠正，趋势和错误观念则会进一步相互强化，进而形成正反馈并不断强化。

需要提醒投资者注意的是，“美元贬值导致黄金价格上涨”这一经验性规律是有其必然内在缺陷的，而对这些内在缺陷的无视和对经验规律的滥用，已使得当前黄金市场出现明显泡沫。特别是对于国内的黄金投资者而言，由于人民币相对于美元的升值，进一步增加了国际上以美元计价的黄金在国内人民币标价市场上波动方向的不确定性，国内黄金投资者因此也将面对更多的投资风险和不确定性。总而言之，“保已成业，防未来非”或许是黄金投资者目前比较明智的选择。

第七节　为什么黄金期货长期以来都不活跃

黄金期货于 2008 年 1 月推出，至今已经有几年的时间，作为三家交易所上市的唯一一个明显既有商品属性也有金融属性的期货品种，一度成为关注的焦点。而几年交易下来，黄金的成交量与其他品种相比，一直相对低迷。一些私募基金在做组合配置的时候，一直无法把黄金期货纳入。(从流动性考虑，正常成交量稳定在每天 10 万手以上的品种才可以参与配置。) 黄金日平均成交量 30000～50000 手，持仓量也比较低，现在国内 19 个期货品种，投资黄金期货的金额大致只占期货市场总份额的 0.5%～1.5%。

黄金期货在中国一直难以活跃的原因可能有以下几方面：

1. 黄金的交割环节不畅通

上海交易所规定，黄金期货要交割现货，必须以企业户身份，不允许以个人投资者身份。而且交割黄金的企业必须由国家严格批准。客观上普通投资者只能进行期货投机操作而无法获得现货。降低了炒作兴趣。

哈佛投资学者的点评：伦敦交易所也不允许私人身份开户，其交易市场为五大金行控制，获取现货的可能性也很低。这并不是主要的原因。交割环节并不是黄金期货不顺的理由，目前全世界的黄金期货全部交割

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的话，期货市场将出现崩溃。因为根本不存在那么多黄金。

2. 黄金初期走势下跌

在黄金一片叫涨声中，黄金首日暴跌，之后几天之中连创新低。作为一个活跃市场“喜涨不喜跌”是惯例。同时大量做多的投资者亏损出局之后也对黄金有所忌惮，不轻易重新进场。

哈佛投资者的点评：走势下跌也许反映的是正常的市场规律，固然与人们的风险偏好相关，也不能过度解释。过度活跃的交易所经常收益不佳，伦敦市场就是案例。

3. 黄金的波动幅度偏小

2007 年黄金价格上涨约 31%，而农产品的价格基本涨幅都在70%～150%；2008 年黄金上涨 5.6%，而其他品种年度平均跌幅都在 50%～70%。幅度远远比黄金大，对于投机追逐利润来说，投资其他产品比黄金更具有短期吸引力。而地下炒金之所以非常猖獗，是因为地下炒金一般的杠杆比例都有 100～200 倍，在这样的放大比例之下，黄金的波动幅度才变得惊心动魄，吸引中小游资。

哈佛学者的点评：期货交易的投机主要是基差。期货市场的主要功能是减少价格风险，过度投机，那么期货市场就有存在意义的问题。

4. 黄金期货合约的独特之处

（1）最远期合约一般为 6 月合约，偏久。上海交易所品种最活跃的合约一般是 3 个月到期合约。一般人认为对较近的合约比较有把握。

（2）合约保证金高。以黄金的波动率，配置过高的保证金（15%～20%）降低了投资者的收益率。

（3）黄金是现行期货品种中唯一一个以小数点报价的品种，对于其他品种来说，报价相对麻烦（手动敲单的时候）。国际通行惯例一般是 0.01 元的报价对应 100 倍杠杆。而现在我们的黄金期货杠杆倍数和最小波动点不匹配，也限制了黄金的日内波动幅度。

（4）交易所手续费相对于一些非法组织偏高。因为投资者在交易黄金期货的时候，利润空间小（我们之前说了，波动幅度小），但是手续费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



提高了交易成本，所以限制了交易兴趣。

哈佛学者的看法：亚洲市场的合约主要是一种特殊的类型。受到传统的影响较大。手续费高和期货交易特点有关。现货交易的弱点，只是分流部分资金，不能解释全部问题。

5. 国内黄金期货没有夜场交易，完全是影子市场

国内黄金期货的交易时间一天只有 4 小时，而国外黄金期货交易最激烈的时段是国内半夜，造成黄金期货大量跳空缺口，价格没有连续性。上海黄金交易所推出的黄金 TD 交易重点突出了夜场交易，就是针对这个问题设计的。

哈佛学者的看法：这种交易问题，可以通过其他方式替代。属于技术操作层面的问题。

6. 黄金期货对应的现货存量不够

我国人均黄金储备量为 2.5 克，远远低于世界平均水平 25 克，美国外汇储备中 70%～80%是黄金，中国的外汇储备中 2%～5%是黄金，黄金现货的缺乏限制了期货交易中的交割环节，同时在黄金市场，我们如此小的份额根本无定价权可言，纯粹是影子市场。

哈佛学者的看法：黄金市场本身就是虚拟的，这种理解本身就是缺乏深度的认识。

7. 黄金能否抵御通货膨胀受到质疑

一般人认为，黄金是可以抵御通货膨胀的。在 2006～2007 年度，美元加速贬值，物价上涨，通过购买黄金可以起到保值的作用。我们可以回顾一下历史。1971 年美元与黄金脱钩，黄金在随后几年涨到 850 美元，又在 1982 年跌回 300 美元。其实从 1982 年开始直到 2001 年这 20 年中，黄金价格一直低迷，根本没有起到抵御通货膨胀的作用。

哈佛学者的看法：黄金和通胀之间的联系主要是在宏观经济层面，和投资关系不大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八节　为何金价不会大幅攀升

欧洲太平洋资本公司高级经济学家迈克尔·彭托曾正确预测出过去两年黄金价格的高点，他也曾预测2011年金价将达到每盎司1600美元。

自2009年以来，美元价格屡创新低，受货币的贬值、美国债务扩大以及美联储宣布借贷成本将长期维持低利率的影响，投资者纷纷开始转向黄金投资。

《世纪周刊》报道称，从世界黄金协会统计的数据看，各国银行20年来首次成为黄金的净买家。仅2010年，包括玻利维亚、斯里兰卡和毛里求斯等国在内的央行合计购买黄金87吨。美国风投基金Permanent Portfolio Funds总裁兼基金经理迈克尔·库吉诺表示，除非货币政策发生变化，否则将不会看到黄金价格继续攀升。

为什么世界黄金价格将大幅攀升？这是个谎言。

也许保守型的投资学家都会这么认识，因为关于黄金大幅度攀升的说法，没有一个是经得起数据检验。依靠历史记录和经验规律判断金价的方法，本身并不比扔硬币更高明些。

押宝在美国的货币政策上的看法也并没有什么根据，美国政府基本上对于黄金资产毫无兴趣。不论收购还是卖出，都可以是随机性质的。道理上很简单，美联储的货币发行权，如今基本上取决于财政部的借款。本身的发行，很少和黄金有关。这也是这么多年来美元不断贬值的根源。作为一种世界货币，美国的汇率政策，和国内的利率的管制政策一脉相承。技术上，单独依靠美联储的声音就可以干预美国市场的风向和风险升水。

所以理论上，美国不需要黄金来增加任何权重上的联系。长期以来，美国的宏观经济的运行主要是以去黄金化的特征进行的。自从尼克松总统停止兑付黄金以来，美国一直利用美元来降低格里芬难题带给美国国际收支平衡的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么什么因素可能导致金价大幅上升呢？

就投资市场来说，唯一可能的因素是炒作和心理。尽管黄金已经不具有世界货币的功能，不过作为中央银行名义上的金融资产，国家资本炒家相信黄金可以作为保值的工具。因为在出现大幅度的非系统风险，如战争、经济和政治风险的时候，他们倾向于购买黄金，这自然增加对黄金的需求。在过去的几年里，由于对金融危机的长期复苏信心不足，人们对于黄金的需求增加了，这是几年来黄金上涨的主要动机。总之，主要是需求拉动黄金上扬。

不过这种基础本身十分脆弱。因为在长期，随着经济复苏，长期经济增长，对于风险的要求会逐步降低，这类建立在风险和经济周期上的需求也会降低。从长期来看，黄金除去作为饰品的收藏价值外，价格必将下降。即使大幅攀升，不过是一种回光返照而已。

另一类导致金价上涨的，就是市场上的交易操作。这是一种人为的交易影响的后果，通常一些人相信黄金的热潮将来，也会纷纷进入黄金市场，资金的大幅涌入制造的泡沫会推高交易的价格。这也是金价可能超预期上涨的主要原因。

不过，同上一种形式相比，这一类羊群行为更加的危险。这意味着各种黄金操作的泡沫导致的新危机可能出现。

2012 年 2 月 29 日金市评论

基本面：

欧元区 2012 年 2 月经济景气指数走高 1.0 个点，至 94.4，超出预期的 93.9。该数据在 2012 年 1 月出现自去年 3 月以来的首度改善后，2 月进一步上扬。

美国谘商会（Conference Board）公布的数据显示，美国 2012 年 2 月谘商会消费者信心指数为 70.8，远高于预期水平的 63.0，1 月该数据修正后为 61.5，初值为 61.1。

美国 2012 年 1 月耐用品订单月率下降 4.0%，预期下降 1.0%。

全球最大的黄金上市交易基金（ETF）——SPDR Gold Trust 截至 2 月 27 日的黄金持仓量维持在 1284.61 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



技术面：

现货金上一交易日稳步上行，价格反弹至上方前期高点附近，以及布林通道上轨线位置后，受阻回落，最终收出带较长上影线和较短下影线的大阳线，近似可以看作光脚阳线；技术指标看，CCI 指标走平，于100 附近整理，KDJ 指标再度于超买区域拐头向上，MACD 红色动能柱走平，综合技术盘面信息，金价依然位于上行趋势之中，周线和月线都有上行动能，日线技术指标呈现弱势。

操作建议：

3 月 1 日，欧洲央行 ECB 将再次向市场注入流动性，推出第二轮长期再融资运作（LTRO），将有接近 5000 亿欧元的资金流入市场，这些资金将有一部分会流入金市，加上人们对未来欧洲货币宽松环境的预期，拉动金价触及前期高点附近位置。截至上周，全球所有黄金 ETF 持仓量刷新历史新高。综合来看，金价站于千八之上的概率较大，建议多单继续持有，击穿该位置后，谨防短线调整，中线来看，金价上行趋势依然良好。

阻力：1804/1813。

支撑：1778/1768。

现在你再一次看一下这个 2012 年 2 月 29 日的金市评论中的基本面和技术面，乃至操作建议，十有八九的人可能会将提建议的分析师开除。此时金价已经达到 2012 年前半年的最高点，只不过这些图表分析师却得出继续持有的建议，不过，通常继续持有的意思是干脆放弃。你知道这些分析师们的行话，你也应该有所收敛，大多数人只是听听字面意思，所以对于普通人来说，金价将大幅攀升这句话的实际意义是，可能上涨，但空间不大。

第九节 黄金牛市是中途还是终途

“黄金在 1574.8 美元/盎司一带承压，从而展开围绕 1500 美元/盎司的拉锯战。美国债务上限的修订，会成为焦点问题。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“美国政府与国会的僵局是，政府能否绕过国会，进而要求财政部继续借债。因为根据美国宪法鲜为人知的第 14 修正案规定，美国的公共债务“不应当受到质疑”。若国会不能通过，美国债务出现违约，避险资产黄金将会受到追捧；修改债务上限，美元可能会得到短期的支撑，从而给黄金的交易支撑价位带来更多的不确定性。”

“我们认为，短期内黄金高位承压，将会在 1462.5 美元/盎司～1577.4 美元/盎司展开震荡；或继续向下突破 1462.5，寻找更低交易支撑点位。”

这段拗口的分析报告，是 2011 年一些投资分析师的观点。现在就进行评价的话，虽说有点马后炮，我们仍然可以判定这是一次不靠谱的预测。这些分析表面上是技术面和基本面分析的结合，可是事实上，并不完全是这样的。

比如，分析师们认为考量一个金融或实物资产的抗风险保值功能，可以从其面对危机时的抗跌性和稳定性来衡量。但这种考量在市场的喧嚣变动下，会被轻易粉碎。特别是在金融危机的前一二年变动中，当分析师们得意扬扬的时候，他们的预言失败刚好来临。

分析师们提出，他们最初的建议都是十分有效的。2008 年 3 月—2008 年 7 月，全球大多数金融资产的脆弱性已经逐渐暴露出来，金融危机对金融资产价格冲击最严重的是 2008 年 7 月～2009 年 2 月底期间。黄金价格相对商品货币、股票资产、大宗商品等金融资产价格，表现出了明显的抗跌性，期间，纽约黄金价格 2009 年 2 月底，基本上已经收复危机期间的调整跌幅，达到 1005.7，距离 2008 年 3 月中旬高点 1033.9 相差近 28 点；2009 年 3 月初，美国标普 500 指数受银行金融股拖累，见底 667.00 点位；纽约原油价格在 2009 年 2 月底见底 33.20 美金/桶；即使商品货币澳元，在 2009 年 2 月底也维持在 0.6006 的危机期间低点附近未见转机。可以看出，黄金的保值功能和抗风险的投资属性是不容置疑的。

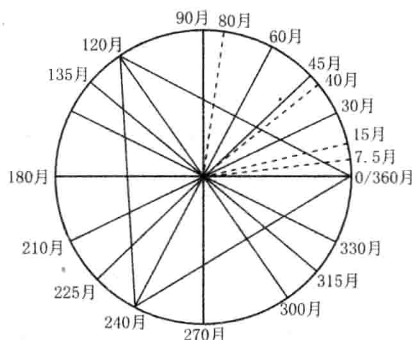
不过这个说法并不是可靠的。黄金指数下跌较少，主要是因为黄金的交割期限是半年，同等条件下说黄金的价格具有滞后性也是没有错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的。将一个天然反应慢的市场作为保险的评价标准，是不是很没有说服力呢？此外，并不是只有黄金是抗跌的，债券市场比如美国的国债市场在这方面的表现要远远好于黄金。不过图表师们还是很清楚这件事情，所以这个说法中，没有提高债券市场。

当然，他们还认为纸币的观点是多么正确。看空一切纸币的主流观点长期不会改变，黄金是其最明显的对立面。这是对于现代纸币发行的一种无知观点，现代货币的发行和黄金之间没有关系。当然，像华尔街之类的地方流行 70 年前的看法不足为奇，这个市场一向充满自大傲慢的人物，从星座学到巫术，凡是神秘莫测的手段都曾在这个不可预测的市场上出现。

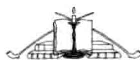


右边这个带有神秘主义色彩的图形的意思是，按照江恩的理论，即伟大的教士江恩先生的说法：要分析研究一个市场的中长期趋势，30 年可作为一个中长期循环的框架结构。除了 30 年的市场循环周期外，江恩所强调的中长期市场循环还有 20 年、15 年、10 年、7 年、5 年、3 年及 1 年的循环。20 年是 30 年循环的 2/3，而 15 年是 30 年循环的一半，10 年是 30 年循环的 1/3。将 30 年循环作为一个完整循环周期，将其 3 等分的话，每一份就是 10 年，因此江恩指出，界定一个市场循环周期，10 年是一个更加重要的循环，市场经常每 10 年便重复类似的波动形态，而最高点及最低点的时间亦十分接近，在某些市况下，市场的顶部及底部可能相隔 10～11 年。

显然带入这些神秘的图形，应该得出牛市将是长期的说法。这个图形看上去很复杂，阐释也很麻烦，不过这其实并没有什么复杂的，只需要将任何一个数据的平移数字按照这个数字平移一下，也能得到类似的图形。

现在看一下投资家们对于黄金的中途还是终结的看法。理论上，投资学家们不承认有这些中途和终结的看法。除非交易所的交易解散。停

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



止黄金交易，否则无终结。至于某一个时期的价格趋势，按照有效市场的理论，这是无法预测出来的。价格的区间，也是正常现象。所以专业的学术研究者拒绝这类模棱两可的说法。对于长期投资者来说，黄金的确可以作为一种不错的收藏品，毕竟这种产品的稀缺性是明显的，即使有大量的代用品出现，其性能未必赶得上黄金本身。

对于短期投资来说，现在的黄金市场只是一个高杠杆的交易空间，一个人足够幸运，那么的确他可能在任何时候，都可以获得可观的利润。这和黄金到底是什么市场没有任何关系。

第十节　你应该持有多少黄金

20 世纪末，有人预言黄金的时代已经过去。1997 年和 1999 年，《金融时报》《经济学家》和《商业周刊》不约而同地做出了“黄金即将死亡”以及“黄金的地位已经显著削弱”的论断。一位牛津大学历史学家撰写的关于“黄金死亡”的著作成为全球畅销书，并为作者争取到了伟大的荣誉。许多中央银行都抛售了黄金，因为这种金属的经济意义正处于历史的最低点。2000 年 1 月，黄金现货价格大约为每盎司 300 美元，此后又一度下跌到 250 美元——从 1980 年开始，黄金的大熊市差不多持续了 20 年。

也正是从十几年前开始，黄金走入普通人家庭的时代开始了。一些传统上并非黄金消费品大国的国家，例如中国也开始大量进口金饰品。于是有一个问题在那个时候就出现了，你应该有多少黄金呢?

答案取决于两个条件，第一个条件是你的财富收入的多少。一般金饰品价格昂贵，而且质量并不能保证，这种情况下只有高收入的人才能持有较多的比例的黄金。但这不等于全部资产都用于购置黄金，因为日常消费和其他消费肯定占绝大部分，所以一般而言，黄金消费其实主要是一种炫耀性消费。符合一般的奢侈品规律。在普通家庭的收入中不会超过 20%。第二个条件是你的安全心理有多高。黄金的保管是个大难题，在银行的金库里这种消费品有保管费，放在家里有被盗窃的可能，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成为犯罪的目标概率很高。所以权衡一下，你的黄金大致就在这两者的限度之内了。

炒银行的实物金不用像炒纸黄金或者股票那样需要时时盯盘，章宽只要每天在休息的时候看一眼黄金的大致走势，对走势有一个基本的了解就可以了，因为章宽觉得炒实物金主要不是为了炒，主要是保值，是避险。章宽听人介绍一般中等收入家庭应该以家庭资产的5%～10%购买黄金，当然这个黄金指的不是纸黄金，而是实物金，所以章宽每次在黄金下跌的时候就陆续买一点，到目前为止还小有赢利。

另外每到年底，发年终奖的时候章宽还会到金店去买一些投资金条和生肖金条，准备以后儿子成年后，算是送给儿子的成人礼。

这是荒诞的理财故事，并不是事实，银行的实物金的风险，本身并不低，而且对于普通人来说，爆仓的嫌疑很高。一些银行当然不会告诉你这种交易的高杠杆的背后还是有一定的风险的，最简单的风险就是在爆仓的时候，你会因为失败被追加保证金。这是个巨大的麻烦。多数交易所的增值，不是靠交易本身，而是保证金罚款。

至于黄金的保值作用，正如我们所说的，这种保值和财富的关系已经很微弱，充其量只是形式上的保值，属于那种心理账户一类的现象。你不能随时随地地变现黄金，那么这类黄金的投资的价值是十分可疑的。至于5%～10%的比率，从理论上这个数字根本不具有可行性。在起初黄金没有涨价的时候，超过这个比例是很平常的事情。而在金价高昂的时候，这是一种沉重的负担。

另外黄金储备和民间持有比例，是按照理论上的黄金总量除去人口得出的。参考的是欧洲和美国的平均黄金持有量。这个指数其实只有参考意义。其实对于中国这样的国家而言，意义不大，首先中国这样的国家本身就是黄金生产大国。不像多数发达国家是不生产黄金的。即使是民间储量的指标也受到风俗习惯的影响，印度不是黄金大国，但是确实是最大消费国，因为传统上黄金饰品是作为一种生活必用品的。

按照欧美国家的这个指标，甚至拿央行的黄金储备说事是没有说服力的。毕竟中央银行的黄金储备只是用于分散风险多样化投资。单一黄

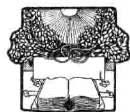
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金的价值并不是考虑的对象。发行货币和黄金储备的关系几乎完全停止了。至于通胀的因素，干扰性更强。

所以按照人均黄金储备量计算的指标的可信度基本上是可以忽略的。当然对于大多数人来说，总归是需要一个投资的空间的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十二章
房地产投资并非稳赚不赔

第一节 为什么房地产投资不再是投资的首选

2011年第四季度，中国人民银行对全国50个城市进行了2万户城镇储户的抽样问卷调查，居民对未来物价上涨预期和房价上涨预期均出现大幅回落，房地产投资不再是居民的投资首选。取而代之的是投资"基金、理财产品""债券投资"和"股票投资"。

对后期房价走势，46.2%的居民预期"基本不变"，超过两成居民预期"下降"，但也有近两成居民预期"上升"，这一比例较上季下降了18.9个百分点。北京与上海两地居民预期房价下降的比重大增，分别达28.5%和26.8%，较上季各大幅提高14.3和22.8个百分点。未来3个月内有购房意愿的居民占比13.9%，较上季有小幅下降，接近2008年第三季度的近年历史低点。

房地产投资在中国疯狂了近5年以后，看上去正处于软着陆的状态。在持续不断的宏观调控中，房地产的投资已经开始淡出人们的视线。这对于充满各种奇怪的论调的中国，诸如诞生了"刚性需求"的新名词，"丈母娘推高房价"论。房地产投资安全理论的中国，的确是个历史性的转折。

在太平洋的彼岸，美国这个国家的房地产投资则成为垃圾债券的同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



等代名词。在2009年，美国住房市场的价格就下跌近60%。哈佛经济学家，国民经济研究局的前主席马丁·菲尔德斯坦教授对此十分的忧虑。

有经济学家认为，房产价格至少还有15%的下降空间。对于那些意识到现在的房价已经亏损了2/3的人来说，这意味着他们现在放弃贷款的房子，让银行来查封要划算得多。毕竟相比银行的存款来说，违约只是掉了一磅金币，而把金币丢给房子，等于损失了两磅金币。换言之，现在的房产形势，正鼓励人们更加乐意地使用理性违约的方式逃避风险。这是最明白不过的道德风险行为。

在这种情势下，很难让一个中产阶级家庭的人考虑买房投资。更有意思的是，按照美国的法律，这些随时准备赖账的破产人群，房主既无法收回房子，也得不到任何补偿。一个人在危机前购买了几十栋住房用于投资的话，那么现在这位大胃口的投资者想必应该是在美国政府的监狱里。因为60%以上的财富缩水，足够让自由资本低的地产投资者进入地狱。正因为如此，不得不出卖家产，甚至靠借贷为生的中产阶级家庭也大量出现。这就是在不经意间参与投资泡沫的下场。

从长期来看，美国这样的国家，投资房地产，已经是明日黄花。理论上房地产的投资的主要影响因素是人口和城市化。美国的城市化基本完成。至于人口，主要是外来移民，他们进入美国，为了实现美国梦购房定居，这是房地产的长期需求。遗憾的是，随着美国经济活力下降，美国吸引移民的法律正在走回头路。在金融危机后，美国移民的数量已经下降，另一方面，政客们鼓吹房贷和地产投资的生育率上升趋势，也于2010年戛然而止。2010年美国人口生育率已经首次降低。很可能美国将落入欧洲的轨道，开始老龄化。

美国人口在种族构成上也不利于房地产投资的扩大。如今美国的人口中，拉美裔占据人口的绝大多数。美国人口的拉美化趋势日渐明显，这部分人群的购买力有限，他们不可能有明显的住房需求。

在美国，2004年获得的是“常规的”5%首付固定利率30年抵押贷款，那么已经拥有住宅的家庭中有75.7%能购买新的中等条件住宅，租赁他人住宅居住的家庭中仅有8.3%有能力购买新的中等条件住宅。相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



比较而言，独立的个人更加糟糕，已经拥有住宅的独立个人只有58.9%有能力购买新的中等条件住宅，租赁他人住宅居住的独立个人仅有7.0%有能力购买新的中等条件住宅。值得注意的是，对租赁他人住宅居住的家庭和独立个人而言，对新住宅的购买能力持续下降。1984～2004年，有能力购买中等条件住宅的比例约下降了1/3。

类似的问题可能同样会在中国发生，不过中国这两项因素都还有强大的支持力。根据《经济学家》杂志关于发达国家2002年年底总资产的评估，其中住宅地产：48万亿美元，商业地产：14万亿美元，权益：20万亿美元，政府债券：20万亿美元，公司债券：13万亿美元，总额：115万亿美元。在总资产中，房地产占了54%，金融资产占了46%。银行存款，保险预留款和人力资本都没有计算在上述资产中。同时也不能肯定是否已将所有的负债和权益列示在内。

相比这些历史数据，显然中国目前的投资冷落，主要是政策性因素导致的，因为过热的房地产投资经常导致泡沫，不利于城市化和住房市场的正常发展。这方面拉美国家有先例。发达国家的房地产投资主要是因为其他金融资产增值带来的，这一点看看次贷危机和房地产的关系就知道了。在中国还没有产生大量的金融财富的时候，显然目前冷落房地产，转向股市和债券是个好选择。

第二节　能否零资金启动房地产投资

2005年3月中国城乡居民储蓄余额突破12万亿元。据学者测算，中国家庭所有的金融资产、房产、企业资产等（不包括土地、矿藏、海洋等资产），大约在67万亿元。12万亿元的存款都应该算是现金，大约占到了整个国家财富的17%，其中房地产财富占据了很大的分量，而且绝大多数普通人的财产是以地产增值的方式实现的。在福布斯排行榜上，位居前列的多数是中国最大的地产商。2005年1月初，中国股市市值总额仅为4万亿元。用1/3的存款就可以买下中国所有的上市公司，但现在这些钱全部躺在银行里。也就是说经历了30年的造福和改革，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国的家庭财产已经达到了惊人的地步。

这个数字其实还意味着对一个存款和工资组合的中产阶级家庭，房地产的投资几乎和倾家荡产的风险差不多。有的时候会出现，若干年不吃不喝，也无法拥有一套自己的住房。

事情并不是那么绝对，有没有一种让穷小子也可以实现置业梦的房产投资规划呢?

答案是有的。零首付房产规划就是这样一种投资。在房地产投资普遍的一些国家，这种战略被看成是全民住房建设的一部分受到推广和重视。

其实零首付房产并不是说不需要首付款，只是首付款的资金极少。这种计划其实就是免息的住房贷款而已。尽管这种类型在中国还很少见。但是在美国这种不收利息的分期贷款住房却很多。当然有一些就是垃圾债市场的那种炸弹。

在 2008 年金融危机后的 3 年里，美国政府连续出台了一系列的新措施，其中包括延长著名的投资移民政策。投资移民，是指 1991 年生效的一项投资优惠政策 EB—5，也就是“第五类移民”。其基本内容是该项目针对 EB—5 投资移民者设立经济特区，在经济特区内，移民申请者的最低条件为投资金额不少于 50 万美元，同时需要创造至少 10 个全球就业机会。按照该规定，要最终归化入籍美国的这类移民必须在美国有住房，但购买房产不算投资。该计划在长达 10 年的时间里，每年大约有 3000 个名额，主要是亚洲人取得这种名额。2012 年获得这种名额的中国人大概有 949 人，不足 1/3，但是中国人在申请总数上占到 75%。

这当然是给予富裕的人的房产投资的规定。美国政府真正的住房支持项目正是这项计划的另一面。银行为了鼓励人们买房子，发明了一种“2—28 贷款”：前两年付很少的贷款，从第 3 年开始每个月的房贷骤然提升，弥补前两年的低息贷款，旧账新账加在一起。房价持续上升，这是一笔不错的买卖。即使第三年支持不住每个月的房贷，房主还可以把房子卖了，赚一笔钱走人。这种贷款就是零首付计划，对于那些资质良好的人来说，没有出现次贷危机，这个项目还是很不错的。用不了多久

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个人就可以成为房产的所有者，成就美国梦。

美国的两房机构正是这种贷款的主要推广者和责任人。虽然因为次贷它们的名声已经坏到极点。公平地说，就一种分期贷款的形式来说，这种贷款的性质并没有那么恶劣。只是银行的投资者太过贪婪，才造成了今天的危机。

假如你是个美国中产阶级，年收入为 50000 美元，你估计自己的孩子 25 年后也能够成为中产阶级，年收入以 2.3%的比率增长，那么到时候剔除价格因素以外，他每年应该能够挣到 89000 美元。再过 25 年，他们的孩子应该每年能挣到 158000 美元。年均 2.3%的增长率一直保持下去，不出 400 年，你的后代就能每天挣到 100 万美元，也就和比尔·盖茨现在的收入相差无几了，这个估计大概是准确的。这里要说明的是，此处谈的美元并不是物价疯涨之后的美元，它们和现在的美元购买力相当。

这类贷款，以房地产的实物价值来衡量，普通人是完全可以支付得起的。

家住美国北卡罗莱那州的机械师艾瑞克 2011 年最大的期盼，就是能找到一份更好的工作，挣到更多的钱。4 月初他接到了贷款机构的催款信，内容是“再推迟月供，房屋将被止赎拍卖”。艾瑞克满腹怨气地说，2007 年美国房价几乎达到峰值，是经纪商撺掇他贷款买了现在的大房子，其实原来的小房子完全够用。

经纪商当时对他说：“别担心利息太高，头两年我们提供 3%的优惠利率，即使还不起也没关系，头 24 个月可以只支付利息，本金两年后再付。完全不用担心两年后还不起贷款，看看现在的房子比两年前涨了多少，到时转手卖给别人，不仅白住两年，还能赚一笔呢!”如此忽悠下，艾瑞克毫不犹豫地选择了贷款买房。谁曾想一年后美国经济急转直下，艾瑞克省吃俭用地当起了房奴。

手持房产抵押金融资产的“两房”和其他金融机构也存在过度的借贷。“两房”的借贷是其资本的 60 倍。在会计标准要求“按市场价格记账”的情况下，只要投资的价格下降 1%～2%，“两房”就资不抵债了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过度的借贷使这些金融机构过度依靠短期信用市场，一旦信用市场流动性放缓，甚至枯竭，这些金融机构很快就“揭不开锅了”。有钱的人飞速买入流动性最强，被认为“最安全”的美国政府国债。房产抵押金融资产和其他金融衍生产品通过层层分解，打包销售，在分散风险的同时也造成了“不透明”。人们很难了解他们买的产品到底是什么，如何评估它们的风险。

正如斯蒂格利茨揭露的那样，目前的房地产的违约几乎都是理性的层层制造的结果，是出于利润和政治目标的口号的结果。贷款人在前两年为 30 年的贷款付很低的利率和月供，利率突然在第 3 年提高，月供突然大涨，很多人都吃不消，于是被迫放弃房屋破产。随着时间的推移，更多的“2—28 利率”会转成高利率和高月供，更多的家庭会放弃房屋，房产市场会更加低迷。

第三节 为什么房多的人无法笑到最后

俄罗斯在克里米亚战争中败北后，沙皇政府又做出了一件让后来的俄罗斯人十分憎恨的决定。1867 年，因为水土不服和貂皮生意没落，当时的他们以 720 万美元的价格将阿拉斯加卖给了美国。这块土地面积为 171.78 万平方千米，几乎与中国华东六省一市（江西省、江苏省、浙江省、山东省、福建省、安徽省、上海市）和东北三省（辽宁省、吉林省、黑龙江省）的面积之和相当。在当时 720 万美元或许是一笔巨款，经过 100 年的风风雨雨，通胀贬值，价值几乎可以省略。

仅在阿拉斯加地下埋藏着的原油就达 300 亿桶，现在价值超过 2 万亿美元！而且最令俄罗斯人懊恼的是，俄罗斯人当初卖出土地的原因是因为缺钱。俄罗斯因为武器落后，同英法联军在争夺位于巴尔干半岛（包括希腊、保加利亚等十几个国家，面积 55 万平方千米）的战争中失利，俄罗斯财政紧缺。为了一块没有到手的土地，而放弃一块面积几乎为巴尔干 3 倍面积的土地。不知道俄罗斯人是不是算清了当时的这笔土地账。但美国人的确是算了笔大账的，这笔交易也被看成是美国的经典

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



手笔。

在与时间的赛跑中，土地或许是抵御通货膨胀的最好保值品。那么，地产和黄金哪个更值钱?

土地是不是最好的抗通胀保值品，一直以来争议很大。有人认为黄金比房产更保值。黄金和房产，究竟哪一个更适合抵抗通货膨胀呢? 让我们看一个硅谷的案例。斯坦福大学的创办者老利兰·斯坦福晚年曾提出一项法案，内容是联邦的货币发行应该建立在土地存量而不是黄金之上，因美国金融界的反对，这项法案最终未能通过。20 世纪 70 年代，美联储停止兑付黄金，黄金和美元脱钩，金本位制度彻底崩溃，硅谷的土地却开始升值。目前，斯坦福大学的地皮是世界上单位租金最高的地皮。在硅谷，用寸土寸金是不合适的，改成寸金寸土也许更合适，因为和老斯坦福时代相比，黄金已经大幅贬值了。

同样的事情也在哈佛的基金投资上有所反映，到目前为止，地产投资占据哈佛管理的很大部分。闻名世界的麦当劳公司，也是最大的零售房产公司。他们的房产投资已经超过快餐店的收益。

黄金的作用是什么呢? 黄金的作用就是家庭财富的最后保障线。世界上只要一发生大的战乱、严重的经济危机或重大意外，如 20 世纪 70 年代初的全球能源危机、美国的“9·11”事件，包括最近的利比亚战争和美国债务危机问题，黄金的价格都会无一例外地出现上涨。这其中的主要原因就在于黄金是最后的硬通货，属于最后的财富保障。

所以说，黄金和房产作为资产保值的工具，各有各的用处。是乱世，应该选择黄金。是太平盛世，那么房产可能比黄金更好一些。

问题是什么事情都有一个最高的限制，否则风险系数就会提高。这是哈里·马科维茨的资产定价公式告诉我们的基本原理。风险只能是分散出去，并不等于消灭。孤注一掷大规模的持有房产，完全依赖房产投资的增值获利，并不是一种抵抗通胀的好方法。有的时候甚至是相当糟糕的做法。

以美国为例：

首先一个重大问题是，投资后增值的渠道是什么? 显然投资于房屋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



租赁是个选项。问题是你要清楚，在美国租房可是一个危险的行当。首先，进入租赁的行业，你要考虑大部分的限制型法规的后果，例如可能要求对房客的行为负责。还大笔税收、开业的费用、雇佣律师的费用、签订合同的费用。此外，房屋管理的费用。而且作为一名有责任的业主，你还要支付更多的税收给地方政府和教育。租客不幸在某一天破产，你不能让他搬出去，必须为他的暂时困难付出额外的损失费。你的空房太多，还将受到空置费和税收的折磨，等等。

其次，你准备好处理这些投资的合理渠道了吗？你将这些投资用于继承，那么作为遗产，估值过高，你的下一代可能因为遗产税而被迫放弃这座房子。你的资金是借来的，那么随着经营的难度提高，你的资金损失可能超过预期。这样可能弥留时，你还有一大笔债务记在头上。这可是把债务留给上帝的坏行为了。你不小心打算从政，这些投资可能成为你的麻烦的来源。因为选民们不愿意和一个地主打太多的交道。你处理不当，那么你的政治生命很快就会完结。

当然，按照这个观点，显然房子多的投资者并不能最终占上什么便宜。一百年前，大多数的美国房屋属于那些亿万富翁们。有的时候，几乎一个市镇的房产都是某个家族的私产。今天，这些房产多数都成为政府和大型机构的公共场所，它的原主人的所有权消失得无影无踪。美国的富豪很少是靠房地产投资维持家族生意的。因为现实中这些房子不可能成为代代相传的财富锁链。房地产的基因并不包含于财富传承中。

第四节 房价越贵房产投资就真的越亏吗

白领小郑最近刚买了一套新房，不过麻烦事跟着就来了。房地产开始办证的人越来越多，房屋管理部门在禁止4年后重新办证后，又多了一项11.5%的地税。对于小郑来说，这可是雪上加霜，因为有关系走后门的人多了，同样一座楼房，估价能上下浮动300～500元/平方米，如果100平方米的房子每平方米估价差300元，地税一项就差30000×

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



0.115=3450 元。

后来他听说房产局评估打着公司的名义行使行政垄断，可能要独家收取评估费及个人好处费。小郑的房子是自己千辛万苦按揭贷款的结果。这样一来，无形中他自己的成本又提高了不少。

有人给小郑出主意，建议趁着房价上升的当口，不如将房子高价出售。这样就可以把这些税费之类的全部转嫁出去。问题是，真有愿意接手自己的房子的人吗？更关键的是，小郑担心，一旦自己卖的价格低了，将来房子再涨，自己的损失可能比原先老老实实办房产证还要大。

在国家不断进行房产调控的时候，一边是房价的上涨，另一边是税费高昂，小郑在这种情势下十分的迷惘。

在价格不确定的时候买房也许意味着投资机会，不过当价格太过高昂，多数人凭直觉也可以判断这是一场赌博。他们凭借直接判断这是赔本的买卖。不过，面对销售人员的过度热情的推销，也许许多人就可能禁不住诱惑成为真正购买高价房的人。

普通人终究在这一问题上，不能让自己保持理智的投资选择。当然，在经济学家们看来，高价的房产投资的确是亏损的。只不过他们的理由看上去更加充分些。

根据哈佛的投资先驱威廉姆斯的观点：评估一项资产的唯一正确方法就是将现金流折现。对房产而言，自由现金流的来源就是租金，而租金的高低，直接表明了租售比的高低。租金不能覆盖房贷、物业费、采暖费等开支，则会成为一项负债。同时不能高于 CPI 的增长，更是一项亏本的买卖。房产最直接的回报是租金。而租售比就是房产的回报率。

耶鲁大学经济系著名教授罗伯特·希勒却指出：住房价格长期无法超越通货膨胀。因为除了在土地严格受限制的地方，住房价格最终趋于建筑成本再加房屋的经济收益（如租金等）。在过去 120 年，虽然美国的人口增加了两倍，但是住房价格平均每年只上涨 3.11%，同期 CPI 上涨为平均每年 2.85%，住房价格只比 CPI 高 0.26 个百分点。换句话说，住房价格每年真实的上涨只有 0.26%左右。但即使这 0.26 个百分点还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主要是建筑成本上升带来的。在过去 120 年，美国的建筑成本平均每年上涨 3.27%，高于 CPI 的平均涨幅。

即使不用经济学家的复杂的统计和计算。简单地推理，也可以判断高价房地产的价值缺陷。任何人购买房地产，其购买的价格肯定至少不高于周围平均地段同等房屋的价格。这所房子估价太高，显然周围同等房屋会因为竞争也抬高房价，反之却不一定成立，由于地段的稀缺性，低估的房子会使得周围房屋的价格更愿意保持高价，因为这座房子在购买后，新来者显然选择的自由降低了。所以通常房屋的价格都有高估的倾向性。而让垄断性的房价下降一般很困难，这种价格的刚性的结果是价格只能更高，而没有最低。

问题是一个购房者，其购房支出是有限的，这样买价越高，未来从中获取的收益越低。通常开发商购房后的确会变本加厉地抬高房价。就是因为不这样其成本的回收概率很低。

所以，既然了解到房屋价格普遍的高估的特性，在较低的价格买房就成为投资风险降低的唯一办法。除去通常的房价上的高估现象外，由于土地的稀缺性，投资市场也存在不完全性，通常房屋的信息掌握在房主手中，这就可能出现信息不对称的现象。

在买卖房屋中出现信息不对称，特别是卖方信息多于买方的时候，就会出现次品市场的逆向选择现象。经常卖方会选择性地提供关于自己住房的质量和折旧装修方面的记录，例如一所装修差的房子，可能被通过其他的方式掩盖起来，而房主只有购买后才能知道房子有这样那样的问题，这时候房主的成本就会进一步增加。

此外，由于市场上存在大量的劣质房屋，这种逆向选择就会导致充斥交易的房屋质量越来越差的情况。这一点对于投资者可能更加不利，因为除去高昂的价格外，低劣的住房意味着投资者的损失巨大。所以在高价中很可能造成极大的损失。

既然如此，一个普通人，在房产价格疯狂上涨期间，的确不应该在这个市场寻找不存在的机会。即使在各种甜言蜜语面前也应该坚守底线，避免不理智的决策给自己的财富带来更大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节　怎样判断房价是否过高

在中国房地产的现实下，要在北京和上海这样的大城市安家。要面临“买”和“租”这两种选择，如果选择买，按照首付三成，25万血汗钱立刻就得改姓。就算你能选用全额公积金贷款，月供也至少要3800元。按照25万本金理财可以得到10%的年收益计算，除了减少25万流动资金储备，选择“买”一年要付出的代价是：理财收益2.5万+3800元月供×12个月≈7.06万；

而选择“租”则只要付出：房租2500元×12个月≈3万；

就为这房子20年后，还有50年使用权是自己的，您每年至少要多付4万。

有这样两种“算法”，支持着那些坚持“买”房子的人们：

1.毕竟20年后这房子是自己的了，为此宁可付出80万。

2.房价总是要涨的，买了房子，资产就能快速增加啦。

这番关于房屋的计算，本身是建立在一个基础上：人们对房屋的投资全部可以货币化。而其每一笔成本都可以计算。房价到底是不是过高，首先是一个折现和机会成本比较的问题。举例来说，北京是个很大的城市，交通异常拥堵，对于需要加班或下班后喜欢安排活动的年轻人来说，住在郊区还是市区首先就面临机会成本难题。北京东西北五环内的二手房价，如果选择买一套老两居，面积至少60平方米，均价不低于每平方米13500元。在出现限购令后，房租也快速上涨，如果选择租金年付，打算长期租住，每月2500元，依旧很有把握租到同样的老两居。

房地产的变现是非常困难的，购买一套房价房租比324∶1（总价81万÷每月2500元）的房子本身已经很可怕，很有风险，更可怕的，是您还要在20年里附加到这个已经很不合理房价里的收益预期，指望这样的房子具有很高的增值潜力，以抵消您所需要的收益预期，而且又要在需要时成功“解套”。

此外，人人希望在总收益最大化的基础上，在现在和未来选择平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特别是经常碰到的选择“买还是租”的问题上。租房子，无疑不仅有更现实的眼前利益，“每年省3万”，而且有更合理的长期利益，“可以把更多的资金投入理财，可以有更多的现金防范风险”。这其实应该是类似于储蓄的未来和现期的利息比较的问题。如果考虑到长期的通胀率会侵蚀掉未来的收益，显然租房是个合理的选择。这种情况下，房价在任何情况都是过高的。

不可否认，有些人并不真的相信“房价高”，他们有足够的购买力选择高价住房。只不过出于投机的心理。“想赢怕输”，想的是房价一涨，自己买来的房子，跟着增值，水涨船高，搭上送风车；怕的是，若自己不买，别人都赚了，自己似乎吃亏。其实对于这样的人，不如先让他们将房产投资和债券或者股市的收益比较，然后再考虑是否购买房屋。因为对于投机心理而言，在投机的市场会得到更合适的机会成本选择。

第六节 谁逼疯了房价

1923～1926年间，佛罗里达州的地价出现了惊人的升幅。当房价的上涨变成一种强烈预期的时候，佛罗里达州的房地产就从度假的需求地变成了炒作的价格符号。人们并不在意这块土地是否真的有用，只要有人愿意以更高的价格从自己手中买走这块土地，他们就会去加入这个令人疯狂的投资游戏。

棕榈海滩上的一块土地，1923年价值80万美元，1924年上涨到150万美元，1925年则高达400万美元。两年的时间，价格增值400%。这种价格暴涨现象并非只在这一处土地上出现，所有的房地产价格都出现了与之类似的疯狂。到佛罗里达州去买房，已成为当时人们的一种口号。到了1925年，迈阿密市人口仅有一万，平均每三位居民就有一位专做地产买卖。每个人都醉心于这种水泥盒传递游戏而无法自拔。有道是上帝欲使其灭亡，必先使其疯狂。1926年，佛罗里达州的天堂梦碎了。美国商界大名鼎鼎的“麦当劳教父”雷·克洛克，当年也因此一贫如洗，此后被迫做了17年的纸杯推销员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这一次佛罗里达州的房地产破灭后果是严重的，激化了美国的经济危机。佛罗里达州也从此一蹶不振，此后一直是美国东南部一个落后的农业区。直到半个世纪后，借助古巴危机才重新复兴。

到底是什么因素导致房地产价格出现超常规的增长，这一直是经济学家探讨的热门话题。无独有偶，1998 年东南亚经济危机，有人将其归罪于索罗斯的投机，不过索罗斯本人则认为东南亚的执政者才是危机的根源。1994 年，东南亚经济被广为看好，克鲁格曼在《外交》杂志批评东南亚模式，认为仅靠高投入而不进行技术创新和提高效率，容易形成泡沫经济，迟早要进行大规模调整。1996 年，他在《流行的国际主义》一书中大胆预言东南亚金融危机，并指出“东南亚奇迹”是“建立在浮沙之上，迟早会破灭”。

克鲁格曼教授在东南亚经济危机后总结：在金融机构无法进入国际市场时，过度的投资需求并不导致大规模的过度投资，而是市场利率的升高。当金融机构可以自由进出国际金融市场，金融中介机构的道德冒险会转化成为证券金融资产和房地产的过度积累，这就是金融过度。金融过度加剧了一国金融体系的脆弱性，当外部条件合适时，将导致泡沫破裂，发生危机。

亲缘政治的存在增加了金融过度的程度。这些国家表面上健康的财政状况有大量的隐性赤字存在：政府为与政客们有裙带关系的银行、企业提供各种隐性担保，增加了金融中介机构和企业道德冒险的可能性，它们的不良资产就反映政府的隐性财政赤字。持续了几十年的亲缘政治使东南亚国家的国家经济在 20 世纪 90 年代大规模的对外借款中处于金融崩溃的风险之中，这种风险来自于他们采用的准固定汇率贬值的可能性。

换言之，在克鲁格曼的眼中让房价疯狂，积累极大的金融风险的正是高利率和不健康的官商勾结的系统性风险因素。正是这种不切实际的做法，导致索罗斯看到了对冲泰铢、搞垮整个东南亚金融的机会。

同样类似的现象也发生在次级贷款债务前的美国，2000 年美国网络经济泡沫破裂后，格林斯潘一直试图通过干扰利率的政策提振经济，低利率刺激了房地产的大幅度高速积累。遗憾的是，到 2006 年后，由于贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



款的积累，市场上的实际利率不断提高，通胀风险越来越大，格林斯潘不得不提高利率到实际水平，结果在很短的时间内，不良贷款的高违约率就开始攀升，接下来就是大规模的房贷和地产泡沫破裂。

每一次房价的爆发性增长，政治总是扮演异常重要的角色。美国之所以也开始陷入地产的泡沫，很大程度上和克林顿、小布什两任总统的政策有关。克林顿和小布什的选民基础都是新移民。这部分移民的特点是低收入，高参选率，因为在收入上的劣势地位，他们要求在政治上能够分得自己应有的利益，通过选票迫使政府的决策有利于他们的生活改善。

克林顿和小布什上台先后要求美国政府制定相关的提高少数族裔住房自有率的办法。美联储则成为提高这个比率的最大支持者。尽管房地美和房利美是次级贷款的开发者，但是没有低利率的话，他们的垃圾债券的高利率就不会成为吸引银行投机的导火索。

正是这些大人物的空头支票，刺激了住房需求的空前繁荣。不过10年的时间美国的住房自有率就超过了过去几十年的总和。这种人为的数据当然对于政客们的位置有好处，可是大量的违约风险却在不同的借款者间积累。直到最后他们将次级贷款转移出去，被最后一根稻草压倒。

第七节　房产投资之后的税费问题

跨国炒房的不计其数。对于青睐马来西亚移民的人来说，想要投资移民马来西亚肯定是离不开房产的。随着东南亚经济的复苏，曾经备受打击的房地产也开始出现曙光。而鉴于出现过房地产的泡沫，这种地方，投资者相信打水漂的可能性其实是很低的。当然，这中间会有许多细小的问题大家都难以发现，现在就拿这税收来说问题。

在马来西亚，脱手房地产盈利或是每月收取租金后，因为行业低迷，回报不如股票或信托单位等简便。其中房地产相关的税务问题，尤为严重。包括脱手资产时涉及产业盈利税，以及收租赚利需呈报的所得税。

在报税时，内陆税收局定义的房地产包括空置的土地、园丘、店铺、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



办公室、商业大厦、酒店、停车场、房屋、工厂、货舱以及其他建于土地上的建筑物。

1976 年房地产获利税法阐明，于马来西亚境内脱手房地产时，所取得的盈利必须缴付房产利得税（Real Property Gains Tax，简称 RPGT）。房产利得税是以国土观念来课征，你的投资是在海外，那么从脱手这些房地产所取得的获利，则被归类为资本获利，所以不用缴税给马来西亚政府，但可能需要缴给当地的政府（有些国家有此法令，有的没有）。

马来西亚政府规定从 2010 年 1 月 1 日起，脱手持有期少于 5 年的房地产，若有市值差额的获利，就会被征税。业主脱手时，已持有该房地产超过 5 年，就不会被征税。然而，若个人是经营买卖房地产（贸易），就是以买卖房地产为一门生意来经营，而脱手这些资产时也得盈利的话，内陆税收局就会对所得的获利征收所得税。

很多人对于投资买房很有兴趣，对于房屋的地段、投资价值十分关心。可是总是忘记一个事实，对于房地产投资而言，购买洽谈，达成协议最多只是投资的第一步。投资成功后的房产税收和费用常常占据未来若干年投资的巨大空间。

简单而言，房产税费的问题，其实从房屋投资的合同订立的一刻就已经开始了，这意味着国税局开始盯上你的交易足迹了。住房合同自签订起，合同本身就将交一定的契税，通常这个比率很低，却属于国税局重要的商品流通税目。脱逃这部分税收，那么房屋的合同是无效的，而且在美国，在这个过程如果涉嫌恶意避税，也将有被投入监狱的风险。

其次，房屋检查费，在美国，这是报价合同不可缺少的附加条款之一。当买卖双方在购房合约上签字生效后，买主要做的第一件事就是请有执照的房屋检查师来检查房子。检查费由买主付，价钱根据房价而定，从 200 美元到 600 美元甚至更高，房价越高检查费越贵。一般银行没收的房子写明按现状出售，房检问题概不负责。买主在房屋检查时发现问题后，只能要求退房或自己修理。正常售房时房子的主结构有大问题，如地基断裂，房屋有倒塌危险等，买主可以要求取消合同，其他的问题可以要求卖主修理。有些东西是卖主必须修的，像房屋基本结构、地基、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



屋顶、供电系统、供排水管、冷暖设备、烟雾报警器有问题或不工作等。供电系统和供排水管的问题还要有执照的电工或水管工来修理。

在美国诸如地毯有破洞，墙上出现破裂的问题，卖主是可以不修的，因此这部分的费用也将计入成本。接下来环节的费用和中国无异，过户收取登记费。

这还只是住房的购买环节而已。真正的投资买房后的养房问题才刚刚浮出水面。通常美国的交易环节的税收还算轻，不过存量和增值的税收和费用就高得惊人。因为在经济学家看来，房屋的投资价值，最大的正是在存量和经营活动增值环节的利润。按照税收的负担原则，房主的税收自然轻不了。

房产税顾名思义是房产屋主每年向当地市政府交纳的税种。房地产税一般按年计，房价越贵，房产税越高。一般讲，房地产税适用于市政、县郡、学区、社区大学及其他政府机构。房地产税属联邦个人所得报税扣税项目，也可用于抵扣州所得税扣税项目，但各州规定不一。

卖方一般应告知房屋近一年或几年来的房产税，这通常列在卖方经纪上市单上。如没有，买方律师可通过市政府税务部门查询。产权调查报告也能较准确地显示地税征收情况。值得注意的是有的市镇是在房产易手时重新估价征收地税。有的市镇是每 3 到 4 年调整地税。因此，作为买主，应提前查清，并理解将来到底付多少地税，这对考虑是否应购买此房亦有帮助。

房地产税和 100 万美元贷款的利益可以用于抵扣联邦所得税。此外，第二个贷款（通常是 Home Equity Loan）不超过 10 万美元贷款的利息亦可抵扣所得税。但要注意的是两个贷款总额不能超过房屋合理市场价值。

另外，只有在报税时采用单项扣减的报税方式，才能扣减房产税和贷款利息，新房屋购买者还可以扣减点数费用。房屋重新贷款者不可扣减这类费用。房屋交易中的其他费用，如房产交易税、律师费、登记费及贷款公司的信用报告费、估价费等均属不可抵扣费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八节　哪些人应该避免房地产投资

在房地产投资中，有些人是不适合房地产投资的。很明显，以最基本的条件来数，收入太低、经常变动工作的人，还有老人都不适合房地产投资。因为对多数人，尤其是年轻人，近期，也就是最初 5 到 10 年的按揭还款压力更大。贷款期限长，平均每月还款额会减少。

对于低收入的年轻人，将自己的资金和精力大部分用于房贷这不是一种明智的选择。因为在未来的收入是逐渐增长的，换言之，现在的收入可能低于你的生命周期的平均收入，此时的你就是一只潜力股和成长型的股票，一开始就背上沉重的负担，那么相对于你的未来价值，等于这只股票的价值会被严重低估，短期和中期表现会受到拖累。许多年轻人执迷不悟。据调查，中国初次买房者的年龄还不到 30 岁，大量的现金来源，显然只能是父母或者不正当的渠道。

父母的经济条件允许，那么这种方式很可能对于提高年轻人的生活质量是一件好事。不过假设父母的条件也很有限，这种方式非但是不人道的，而且这意味着购房的年轻人可能更加悲观，因为只有对自身未来的收入没有信心，才会对目前的房产价值看得过高。这对于勇于进取的年轻人来说是个糟糕的选择。

亿万富翁们多数都是白手起家，很少见到啃老分子能够基业长青。你有一个糟糕的先例，也别指望你的子孙会做得更加出色。

在美国，一个人如果个人信用好，家庭收入高而且稳定，开发商和银行有可能同意你用 10%甚至零首付。当然，次贷危机后，这种希望已经很渺茫了，不过长期来看，美国房地产复苏，仍然可能恢复零首付政策。而且美国人接受起来毫无心理问题。许多中国人买房不喜欢找银行贷款，都一笔付清。除去文化和心理上的问题外，还有两个考虑。一是觉得长期贷款需要付大笔利息，“不合算”。二是觉得欠债不好，如果不一笔付清，哪天没钱了，房子被收了怎么办？前者的计算可能是有问题的，因为长期购房的房贷现金价值已经最低，而且随着收入的提高，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



笔房贷可能对你来说微不足道。至于收走房子的问题，这也是多余的。对银行来说，收走个人的房子拍卖是赔本买卖，因为二手房的变现很困难。

在金融危机后，美国的大银行成了最大的房地产拥有者，但是这对于银行本身来说，都是负资产。因为房价已经足够低，现在卖出，只能让银行的损失进一步加大。如果把房子留给违约的人，反倒能够获得更好的现金流收益。因此美国银行不断呼吁政府继续支持非正常违约的人们的期限，以图换取资金的自我救援。

对于来日无多的老人来说，类似于美国这样具有很高的遗产税的传统国家，买房无异于遗祸子孙。有的时候，留有大批地产遗产的家庭，会因为无法缴纳遗产税迫使子孙后代离开房子，除去卖掉房子，让产权易主外，很难满足税收的要求。所以，巴菲特说，死后留下大笔钱财给子孙是一种耻辱。除去会出现遗产分割的各种争执外，最大的问题就是遗产税。

老人们不适于投资房地产，还因为其突然病故的风险很高，这就让上面的事情成为现实具有极高的概率。所以明智的老年人通常拒绝在房地产上进行大的投资。

以上还只是就收益最大化和风险的概率看不适合房产投资的。按照角色而言，同样有些人是不适合投资房地产的。例如政客，他们投资房地产，经常是惹麻烦的开始，由于从政必须放弃某些收益和投资，房地产在紧张的情况下，获得高回报的机会微乎其微。有的时候只能忍痛甩卖。

还有夫妻共同生活，但法律中不承认共有财产的地方，房地产投资让未来离婚的财产分割成为难题。夫妻的一方占据优势，那么很可能意味着你的住房投入打水漂了。

有的时候，某些特殊的关系，例如受让财产者也不适于投资房地产，因为这会招来各种非议。有些情况下会因为不慎改变财产原主人的意志，惹来各种官司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十三章
私募股权是推手还是黑手

第一节　相信“牛人”还是机制

艾里克·罗森菲尔德本人是一位计算机奇才，当时就已经使用计量方法进行投资和交易了。聪明绝顶的他在哈佛一直郁郁不得志。加上他长得十分瘦小，戴着一副大眼镜，使得学生们对他的态度很坏。“他们对他的态度非常恶劣”这种落差很快就引起了麦利威瑟的注意。在麦利威瑟的劝说和利诱下，艾里克不久从哈佛出走来到所罗门兄弟债券公司。

约翰·麦利威瑟招兵买马从未就此停止。就在艾里克·罗森菲尔德加盟后不久，他又招来了好几位水平一流的专家和学者：伦敦经济学院金融硕士、伊朗裔美国人维克多·哈格哈尼；曾经帮助比尔·克林顿竞选阿肯色州州长的麻省理工学院金融博士格利高里·霍金斯；艾里克·罗森菲尔德哈佛商学院的同事、麻省理工学院博士、思路极为敏捷、极具数学头脑的经济学家威廉·卡拉斯科。但在所有这些专家和学者当中，最乏味但也是最聪明的人当数麻省理工学院双博士劳伦斯·希利布兰德了。最初，聘用劳伦斯·希利布兰德的是所罗门兄弟公司的研究部门，约翰·麦利威瑟很快就把劳伦斯·希利布兰德调进了他负责的债券套利部门。正是这些人，成了长期资本管理公司日后的核心人物。

1998 年长期资本管理公司垮台了，这是迄今为止，最著名的一桩私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



募股权基金破产案。在1998年之前，人们还感觉不出私募影子的巨大威力。东南亚危机让索罗斯的量子基金出尽了风头，也让华尔街一个长期神秘莫测的群体开始为人重视。只不过，人们最初重视的程度很不够。没有把它看成是一场选牛人还是选机制的重要博弈。

爱尔兰移民，债券套利之父麦利威瑟在华尔街属于那种白手起家的神奇人物，在长期资本管理公司的创建过程中，第一次将牛人私募制度带进了华尔街。在他的公司之前，尽管有私募基金中有个别高学历、高知名度的人从业，毕竟还只是蜻蜓点水。比如巴菲特的合伙人查理·芒格只是个普通的哈佛毕业生。邓普顿的名气很大，不过在哈佛没什么名气。威廉姆斯的名气很大，这是因为他出生华尔街世家，不过却是从业后转入学术界的少数人之一。

麦利威瑟的研究团队是华尔街历史上最豪华的基金团队。除去两位获得诺贝尔经济学奖的经济学大师外，还有数名常青藤大学教授，华尔街的明星经理人才是这个团队中最不起眼的。在以往人们的印象中，这些学术界的人物不过是些不谙华尔街事务，不食人间烟火的书呆子。

出乎所有人意料的是这些书呆子（不包括约翰·麦利威瑟），很快就融入了华尔街。他们把有史以来所有能够得知的债券价格，一股脑儿地输进了他们的电脑，并对所有债券的历史表现及其相互关系进行了分类和剖析。在此基础上，他们建立了一个模型，用以对债券未来的价格走势进行模拟和回归分析。一旦市场价格出现些许背离，他们就可以从模型中得到警告。

哈佛商学院的名教授，诺贝尔经济学奖得主，也是全世界最畅销的投资学教科书的撰写者罗伯特·默顿和他的合作研究者，诺贝尔经济学奖得主斯科尔斯，在长期资本管理公司的业务中，一直被看成是两块最大的金字招牌。麦利威瑟的原则是利用这些名人，为长期资本管理公司带来巨大的名人效应。正是在这种高明的操作机制下，像意大利的主权财富基金这样的大机构历史上第一次请私募基金理财投资。甚至直到长期资本管理公司倒闭前不久，还有一些大富翁和风险投资机构正急于说服麦利威瑟接纳他们成为基金的新会员。

按照麦利威瑟的看法，这些人正是长期资本管理公司成功的必然保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



证。一家私募基金要说服大客户，特别是像主权财富基金这样的超级客户，可不是像索罗斯那样的富翁俱乐部的私人小圈子那样简单。他们需要经理人有足够的实力和证据表明他们是正确的。这种时候，图表师和华尔街经理人那种小打小闹的风格就无用武之地，而学术专家和冷静的才能是最受人关注的。正是因为对此有足够深刻的理解，他很快投其所好，依靠一张牛人网络建立起了历史上最有名的长期资本管理公司。

市场是最好的裁判。也许麦利威瑟是对的，不过长期资本管理公司却意外地倒掉了。最让人们感到惊讶的是，当格林斯潘派他的副手去看一下这个私募基金的现状的时候，居然发现这个公司已经病入膏肓——仅仅只需要最简单的财务知识就可以做出这种判断。在那个时代的格林斯潘相信，私募基金是不属于自己的管辖范围内的。因为长期资本管理公司只是一家民间借贷的小公司而已，它的资本流动和美联储乃至市场无关。

在单纯信任牛人的时候，长期资本管理公司的机制却出现了重大疏漏。问题不仅仅限于此，事实证明，即使是诺贝尔经济学奖获得者也会高估他们自己的知识水平。他们在投资的时候，各自为政，却很少用心关心风险和管理基金之间也需要分担的风险。1998 年 8 月，俄罗斯宣布货币贬值，且无力偿还一些债务。俄罗斯的行为导致了未来四周的一系列事件，此后，许多新兴国家纷纷宣布货币贬值。接着，整个证券市场和股票市场都开始下滑。由于投资者纷纷转向最安全的投资方式，导致美国的国债证券市场大幅下滑。

在一个月内，长期资本管理公司的股本从 40 亿美元下跌到 6 亿美元。美联储担心对该公司征收保证金的要求会迫使其套现价值 1000 亿美元的资产。在这个动荡时期，抛售这些资产，可能会导致一场危及整个金融体系的危机。9 月底，主要投资银行及商业银行联盟为该基金注入 35 亿美元，用以交换该公司 90%的资产。

在今天看来，一个拥有如此强大智囊团的对冲基金怎么会在几个月内失去 90%的资产呢？显然，原因之一就是在设计投资模式的时候，投资者没有想到那么多环节会同时出问题。选牛人，却忘记机制本身的重要性，在风险集中暴露的时候，就等于天然性地降低了牛人们的安全性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节 PE 凭什么大行其道

根据投资研究机构的数据显示，新成立的可投资中国市场的 PE 基金数量达到 50 只，而“全民 PE”这样的词汇也充分说明了中国 PE/VC 行业当下混乱和无序的现状。

2011 年的全球资本市场似乎发生了更微妙的变化，有些人开始相信周期经济学大师马丁·阿姆斯特朗的著名“水晶线”预测：2011 年的全球经济可能会全面探底，并且会进入一段经济低迷期。流动性过剩导致中国国内的投资资金非常充裕，实体经济正趋向疲软，很多实业家正在放弃实业转向房地产和金融投资。市场上的优质项目正越来越稀缺，“基金多、项目少”的现象仍然会比较严重。

2011 年国内 PE/VC 正在走下坡路。167 家中国企业在国内 A 股上市，其中 63 家上市首日即告破发，占比 37.7%。第二季度中国境内平均账面退出回报率仅为 7.34 倍，远低于 2009 及 2010 年的回报水平。中国 PE/VC 行业从几十家迅速增加到约 2000 家。披着 PE/VC 的虚伪光环招摇过市，张口闭口几十亿的资金规模，超强的政府人脉关系，却连一个基本的专业团队都不愿意花费心思去建设，团队成员月薪不到 5000 元，团队建设水平能有多高可想而知。

在美国的传统私募基金已经开始成为明天黄花，大批外资私募基金从中国市场退潮的时候，中国却掀起了一股私募狂潮。如此疯狂的局面，对于华尔街的私募基金经理人们来说，这和中国本身一样是个巨大的谜题。从图表分析师到一些著名私募基金的管理者都想问的是“私募在中国何以如此流行?”

美国 PE，是一种通过改善公司的组织架构、完善财务机制和主营业务发展，使得公司满足上市条件，通过 IPO、发行可转债和管理层回购等方式来实现收益的一种方式。

因为非上市企业的投资期限长、流动性差，同时充斥着极高的不确定性和不透明性，PE 投资也被赋予了更高的回报。所以一般而言，私募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



管理公司无不设法让自己看起来是铜墙铁壁，会用最好的经理和最严格的审查制度保证风险最低。

但中国式“全民 PE”其进入的壁垒也可以非常之低。难道有钱就能做 PE 吗？

1980～2001 年间，PE 的表现和标准普尔 500 指数持平，也就是说，一个普通 PE 投资者的收益水平和一个购买了标准普尔 500 指数基金的投资者一样。而因为 PE 投资在很长时间内没有流动性，通过购买流动性更强的标准普尔 500 指数基金，投资者的状况会更好。

有些人相信这是因为中国人相信私募基金经理人的价值。“一个人离钱越近，收入就越高。”经济学中有一个“效率工资”理论。它说的是，一个人的地位允许他破坏，他就应该获得高于市场水平的收入。在金融业，一个人犯了错误，就可能给客户造成上亿美元的损失。因此，仅仅为了使他不犯错，客户会付给他超过市场水平的工资。效率工资其实是一种贿赂，但这种贿赂并非经常管用。

中国的老板们给私募经理开出的价钱低得惊人，有的人只会开出月薪 5000 元这样不可思议的价格。在华尔街，有些 PE 因为良好的表现存活了下来，黑石和 KKR 是最知名的两个。有些人，比如黑石的斯蒂芬·施瓦茨曼和 KKR 的亨利·克拉维斯因为连续地选择了正确的投资目标，展示了自己的才能。然而，他们的时间有限，只能管理一定数额的资金。中国本身的证券市场都只有二十几年的发展历史，根本缺乏大量优秀的私募经理人才。

显然，中国 PE 的流行不是因为上述的原因。

一个可能的解释是，中国的 PE 的繁荣很可能是一个泡沫。良好的 PE 表现取决于私募经理明星。遗憾的是这属于个人私产，明星的价值很难传递给别人。“小甜甜”布兰妮也能基于她的收入而上市，但市场同样会担心关于她的各种风险。黑石在上市后股价下跌并不是偶然的。施瓦茨曼快 80 岁了，很健康，还能工作很长时间，但人的寿命毕竟是有限的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三节　好的投资人怎么找到金点子项目

截止到2011年4月26日，大众点评网一共进行了3轮融资。第3轮的融资时间为2011年4月，投资方为挚信资本、红杉资本、启明创投和光速创投。移动互联网时代转折催生了大众点评网这种新型网站的爆发。

2008年11月，大众点评网开始盈利。大众点评网为web2.0网站的发展提供了宝贵的经验：从2003年到2008年，5年的时间使得大众点评网实现量变到质变。

增长速度是对大众点评网纵向的考量，新业务领域的扩张则显示了大众点评网横向的巨大张力。2010年，国外团购网站高朋网的兴起，引发了中国团购网站爆发。这个点子并非大众点评的创造。但只有它做得最成功。究其原因，通过8年的积累，团购业务背后的城市生活消费信息平台，所蕴含的丰富资源及综合效应，在中国恐怕已经没有哪一家来得及赶上和复制。大众点评网已经覆盖全国2000多个城市，收录的商户总数超过100万家，每月活跃用户超过3000万，点评数近2000万条，网站整体月浏览量超过4亿。

在这些中国网站如雨后春笋生长起来后，普通人常常有一个深刻疑问：这些前景良好，具有价值的金点子项目，投资人是怎么找到的？

根据哈佛和斯坦福商学院的研究，这种金点子项目，其实是靠撒网的形式取得的。简单地说就是：最大限度地寻找和下注，重点培养，回报出乎意料。90%的项目对于投资人来说，都是高风险、低回报甚至亏损的。投资者都经历一场硅谷网络泡沫的洗礼的话，他们就都会深刻地理解这一件事的重要性。总之，随便想在数万个投资创意中找到个真正具有价值潜力的，是一件十分困难的事情。

投资者经常面临着尴尬的局面。在1977年西海岸电脑展上，乔布斯与盖茨首次相遇。

“你好，我是比尔·盖茨。”盖茨主动向乔布斯伸出了手，当时被观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



众围绕的乔布斯正享受着首次当明星的感觉。他没有理盖茨，而是被人流簇拥着回到了自己的展位。

“嗨，你在干什么呢?! 那是比尔·盖茨啊!”乔布斯的创业伙伴沃兹有些焦急地提示乔布斯，因为沃兹当时和软件界混得很熟，对盖茨比较了解。

“是啊。不过，这是我人生中的第一次，是别人来找我，而不是我去找别人。”乔布斯不以为然地说。随后他继续向他的第一批崇拜者讲解苹果电脑，而把盖茨晾在了一边。

乔布斯最后同意给盖茨这个商业合同，以2.5万美元取得使用微软版BASIC语言8年的许可使用权。盖茨对此很兴奋，也很上心，他后来回忆:“当时我亲自前往苹果调试，直至磁带机正常工作。”乔布斯之所以愿意给这个价钱，只不过是不愿意放弃一个项目，至于盖茨的产品，他却从来没有放在眼里。谁知道几年后，盖茨的产品上市后迅速成功，这就是后来的微软。以创意和直觉投资经营知名的乔布斯，居然就在眼皮底下放弃了大好的金点子。

投资者，即使是最专业的人士，通常在一件产品、一个项目上，都可能因为各种因素失去判断力。换言之，投资的金点子的筛选，从某种角度上说，是需要某种运气的成分的。因为当比尔·盖茨把同样的项目和风险投资者商谈后，那些对个人电脑一窍不通的家伙，居然肯定这是个好主意。

在这种情况下，由于不具有评价价值的能力，投资者就发明了撒网的方式。这种海上渔民的方式，并不愚蠢。你看一下渔民的撒网方式，就可以判定这一战略是正确的。通常由于受风向、洋流甚至渔民本身的影响，在海洋上捕鱼完全是一件凭借运气的事情，但是在有了雷达以后，这个工作的可靠性就增大了。为什么呢? 这是因为雷达放大了探测的范围。同样的道理，对于私募基金的管理人来说，通过某种手段扩大金点子的合法范围，他们从某种角度上就已经足够成功。

经验证明，投资人寻找金点子的方式，更像是一个挑选合格项目简历的方式。在斯坦福大学和硅谷附近的一片沙滩上，投资人们经常让有创意的年轻人主动把好点子和好的项目申请书邮寄给他们，然后通过一定的评估方式确定是否投资。有的时候为了进一步提高这种申请书的含

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金量，投资者也会直接深入校园，主动寻找那些机会。其实这一切不过是提高搜寻范围的技术手段而已。

在过去的几十年里，像谷哥和雅虎这样的公司，就是私募基金经理人捞到的大鱼。甚至在传统的医疗行业他们也找到了投资的金点子。目前美国回报率最高的一只股票，其公司就是一家普通的医疗器械公司。私募经理人的目光从来不只是限于传统还是新兴部门范围。换言之，他们不但在挑选方式上不拘一格，即使是在类别上也坚持同样的撒网方式。

好的投资者，经常也会利用半成品来制造机会。这从他们和微软这样的企业的合作中可以看出。尽管微软是一个私募基金制造出来的奇迹，不过这只是奇迹的一部分，真正的奇迹是微软公司本身也在经营中采用私募基金的方式。几乎每一年微软公司都要通过投资兼并的方式，寻找到最新的技术挑战者。那些同类相残的获胜者变成微软的新血液。新的门类则成为微软扶持上市的对象。

为了让自己的投资看起来更加有效。私募基金有的时候会毫不犹豫地打破私人圈子的惯例。尽管人们相信私募基金偏爱熟人和私人关系。那些大规模的私募基金经常像公开寻找创业投资者的国家机构一样行事。他们只需要在财务上评估一下，其他的全部是次要的。这个角色和一个优先股的股东没有什么差别。因为投资者的直接压力较少，那些有价值的企业自由成长成功的概率也比较高。

在过去的几十年里，投资者的慧眼一直被认为是投资成功的绝对因素。这是一种误会。如果真的存在这种异能的人，那么私募基金也不会成为投资者热爱的对象了。因为他们还不如直接持股高价值的公司。

第四节 企业评估出来的高价有多大的可信度

美国的万斯·弗雷德和罗伯特·赫里斯两位教授联合做了有关调查。他们在 3 个地区：硅谷，波士顿和美国西北地区各选择 6 位著名风险投资家，采访其投资项目决策的具体过程。为了保证数据准确，所选取的案例是真实的和最新的。这 18 个案例分别是电子等行业的不同发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时期（种子期：3，成长期：7，扩张期：4，杠杆收购：1，大公司收购：2，重组：1），投资额在5万美元至600万美元之间。实证调研结果分两部分。首先得出15个“基本评估标准”，分战略思想、管理能力和收益3方面。评估准则分别是战略思想，包括成长潜力、经营思想、竞争力、资本需求的合理性；管理能力，包括个人的正直、经历、控制风险能力、勤奋、灵活性、经营观念、组织能力、团队结构；收益，包括投资回收期、收益率、绝对收益。其次，建立起一个决策程序模型。模型描述从寻找项目到选择出正确方案的6步流程；同时总结出风险投资家在评估过程中采取的多种评估手段。按照这个模型调查，显然企业评估几乎单方面要受到风险投资最严酷的考评判断。

无论如何，投资者都是理性的。他们显然不会听从项目对象单方面的狂轰滥炸。这一点早已不是新闻。爱德华·罗伯茨（1991）对两个风险投资公司进行深入调查，Atlantic Capital公司和Boston Investors公司从事高科技行业的风险投资有十几年历史，都使用多阶段的评估选择投资项目，但是在评估准则和决策过程方面有自己的特点。

爱德华·罗伯茨详细介绍了两个公司评估风险项目的准则，比较它们之间的共同点和差异；同时分析20个已经过审慎评估的项目，提出创业企业家应如何撰写经营计划书。这些研究之所以出现，主要是因为项目企业自己的评估并不是那么靠谱，以投资者的角度来看。这是迫不得已。因为一场泡沫彻底改变了他们的行为方式。

来硅谷创业的年轻人，多数是有一技之长的，比如比尔·盖茨，谢尔盖·布林、杨致远之类的都有自己的想法。年轻人有个好点子，可以说服一批有眼力的企业主、大财团和机构投入资本，然后等公司上市套现获取高回报，这种方式被称为风投。大批硅谷的高科技企业就是靠这种方式转型。可是有些人并不具有一技之长，甚至他们连起码的技术设计也没有，同有创意的年轻人相比，在同一行业竞争，显然根本无法获得风投青睐。办法总是人想出来的，这些竞争力差一些的点子发明者，就开出各种技术以外的附加条件，吸引那些顾虑少的风投。比如曾有家公司宣称自己最有竞争力的优势是可以把若干家高科技企业的资源进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



合并创造出高价值来。

微软说自己有个人计算机的新创造，开价10万，这家公司就宣布这种优势的专利它可以优先获得，至少便宜10%。微软要求100万的先期投入，这家公司就提80万。打包上市后，这家公司还会答应风投提早退出。对于不了解硅谷企业的风投者们来说，多数选择价廉物美的公司，这家公司倒是很快上市，其他创业者也开始群起效仿，在美国总统克林顿提出信息高速路概念后，这种迷茫的概念很快成了这类公司补充的竞争条款。

到1993年前夕，这种没有实际技术支持，大搞概念的公司几乎增加了数倍；硅谷充满了肆无忌惮的吹嘘，大规模的没有前途的企业遍地开花。真正需要资金的创新企业反倒因为不够概念化，缺乏刺激感和吸引力，被人冷落，或者滞留在学校。这就是著名的20世纪90年代硅谷创业泡沫。当然最后的结果肯定好不到哪里去，很快科技泡沫就破裂了，自那以后，硅谷一直没有恢复从前的活力，一个本来充满实质创新的地方，被虚夸的市场和劣质企业差点毁掉。

在概念股集体登陆纳斯达克市场后，美国的分析公司们，近来开始盯上中国的这些新锐力量，比如著名的浑水公司，就是这方面的专家。浑水公司的分析到底有多高明，暂且不提。就中国的这些上市企业的实体性质而言，我们很难说他们比互联网泡沫期的硅谷好多少，唯一值得庆幸的是，至少许多真正创新的技术类、生产类企业并不愿意趟浑水，这就足够了。

正是由于存在各种不切实际的浮夸以及企业管理者过度的自信，所以大多数好的投资家不再相信企业的评估。通常人们相信每一个项目的所有者都有严重的自恋倾向。当然这对于企业的管理者来说，不完全是坏事。一个自己都没有信心的项目，别人包括投资者也不会产生更多的信心。

第五节 临门一脚的协议流程更需要关照

许多人以为每小时收费高达400美元的专业投融资律师，就是弄些标准化的投资意向书的。事实上这是个天大的误会。“这是张香草味的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资意向书。”其实根本不存在什么香草味的投资意向书。创业者们坚持要用冰激凌的口味来形容投资意向书的话，唯一适用的就是“崎岖之路”口味。你要知道，通常风险投资家除了离婚律师外，还需要每小时收费400美元的专业投融资律师。这种赤裸的算计是不可低估的。

风险投资家和颜悦色地说：“我们能帮你敲开我们客户公司的大门。”这也是撒谎。首先，一个风险投资家不能总是在客户公司为他人大开方便之门。坦率地说，他的客户公司将因此而讨厌他。最糟糕的事情莫过于让他来为你引荐了。其次，即使风险投资家能为你开方便之门，创业者们也不能太当真地期待那些公司会成为你的忠实顾客——也就是说，有些东西顶多就是说说而已。对于年轻人来说，幻想不等于现实。

这是一个风险投资过来人的建议。说出这么一番话，主要是因为可怜的人才对临门一脚的协议总会疏于防范，让自己以后的日子显得格外难过。

投资家们不是慈善家，这是私募经理们的常识。在协议的过程设计精细的条款，让自己在风险中损失最小是个不可缺少的条件。知道这一点，对于一个初次涉足投资意向书签订的年轻人来说，盯着每一个法律合同的条款，再小心也不过分。你要知道，在很长的时间里，你的薪水要绝对的低于双方签订的合同。那位看上去十分狡诈的律师，他之所以得到这个报酬，不是因为他多么可靠，经常是因为他足够奸诈。

首先，不同规模、不同设立时间的风险投资机构的报酬结构、激励性报酬条款对业绩的要求也不同。而且风险投资家会根据风险投资服务市场的供求状况、议定和监督合约条款的成本来调整其谈判策略。不同规模、不同声誉、不同设立时间的风险投资机构还利用学习模型来努力工作，树立良好声誉，获取额外报酬；或利用信号模型，以接受更高风险报酬的形式来展示其管理能力。

也就是说你应该清楚一点，这些协议并非简单的合作合同，而是投资家操控以后一切行为的基础。因此，他的所有条款全部是以最小心的方式和未来的风险量化指标挂钩的。每一个私募基金的经理对此心知肚明，包括你是否可能误解条款、忘记时间、法规漏洞、违约风险和成本，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



几乎在一张合同中都被反复的斟酌许久。然后这些条款才会被叫到狡猾的律师那详细地润色一遍。任何类型的条款的出发条件并不是合作，而是如何最低限度的降低风险。

其次，你要小心那些模糊的条款的暗算。虽然人人都相信项目是一种充满各种的不确定性的事情。不过对于投资者来说，这不是他们关心的内容，他们更盼望的是如何有效地将这些风险转移出去。这一点也常被项目所有者误会，在他们看来，既然投资，应该说投资者的目的是长久经营下去，合作本身就是共担风险的方式。这是错误的。正像分析的那样，他们的风险分散原则是整体性的，而单个的投资对象都是风险转移对象。你投资两种股票，本不是看重他们的某一个的价值，倒可能是看到两者有某种转移风险的能力。

最后，基金投资者迟早有一天是要退出的。所以退出条款也就更加需要重视。风险投资的退出往往是筹集风险投资资金，形成投资的关键。只有获得具有吸引力的投资回报，投资者才会愿意承担银行等金融机构或普通投资者不愿承担的投资风险，并向风险投资家支付监控创业企业的各种报酬。

“我会放很多精力在你们公司上面。”也许他说的是自己办公室里的T3线，但绝不是指自己的日程安排，因为他早就在十个董事会里待着了。数一下他得参加多少个董事会议吧。创业者应当假设一个风险投资家每个月花在一家公司上的时间在5～10个小时。就是这样。面对现实吧。把董事会议尽量开得简短点。

到最后，开头那位过来人不得用上面的话总结。在影响风险投资家选择公开上市时机的因素中，公开交易的证券的相对市场价值是风险投资家选择上市的主要依据之一，逢高公开上市并卖出，逢低则募集私人权益资本是判断风险投资家是否老练的标准之一。新设立的风险投资机构也比老风险投资机构更早将创业企业推向公开上市，以尽快获取市场声誉，向潜在投资者显示能力，吸收更多的风险资本。风险投资机构在股票上市的锁定期之后，将股份分配给风险投资者，而不是直接在市场出售套现，以避免向资本市场传递负面信号。而这种股份分配直接导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票价格下跌，使得创业企业从风险资本融资向公开市场融资过渡，但这种过渡不能损害企业的发展和新投资者的利益，否则，就会长期损害风险投资的发展。可见，风险投资活动应促进风险资本长期创造价值，而这一价值创造过程又将促进更多风险资本的形成。

第六节　PE真的适合你吗

2007年2月5日，《商业周刊》发表分析文章称，美国风险投资领域呈现出三大新趋势：风险投资规模越来越大、投资目标变成成熟公司以及更加关注美国之外的市场。两个人在一间车库里创建的新兴公司曾经是风险投资公司的首选目标。惠普是比尔·休伊特和大卫·佩卡德创建的。Google是拉里·佩奇和塞吉·布林创建的，是其中最为成功的两个例子。但在2006年里，这一模板发生了很大的变化。

双人组的创业风险投资已经穷途末路。在2007年后，很少再看到双人组的创业公司出现，多人组反倒多起来。有数个成员的创投企业比比皆是。那些原本凋零的传统行业也开始进入风投的考察范围。

你只是一个普通的私募经理或者普通投资者，当风险投资的逆潮袭来的时候，你应该考虑一下私募基金是不是已经开始出现问题，它真的适合你吗？

有五种趋势可能让你对PE产生怀疑。

1. 风险投资正在抢占市场。根据Venture One公布的数据，2006年融资规模最大的两只基金分别来自于Oak Investment Partners和New Enterprise Associates，融资额分别为25.6亿美元和25亿美元。整体来看，2006年融资规模在5亿美元到10亿美元之间的基金在所有基金中所占比例为12.1%，比2005年增长了一倍；融资规模在10亿美元以上的基金在所有基金中所占比例为4.4%，远高于2005年的1.6%。那些以投资早期公司为主的小规模基金将会形成“真空”。

2006年融资规模在1亿美元以下的基金在所有基金中所占比例为34%，远低于2002年的71%。2006年中等规模基金的平均融资额为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2.005 亿美元，而 2004 年仅为 1.53 亿美元。

一些风险投资者已经开始模仿私募资本投资者，在成熟公司中寻找高增长机会，而不是像过去那样从最底层做起，帮助新兴公司招募管理层、推广产品以及打造市场。Venrock Associates 董事总经理布莱恩·罗伯茨表示："一些基金源于泡沫，它们的业务模式更像是低风险的证券投资，而不是风险投资。这种情况继续发展下去，创新将受到抑制。"

当然，你很有钱能够承受着趋势，还是个不错的选择。

2. 小规模私募基金受排挤

从某种意义上讲，这一趋势的产生同首次公开招股市场低迷不振，以及科技股持续走低有着很大的关系。2006 年私募资本投资总额高达 6600 亿美元。在私募资本赚钱的同时，风险投资公司自然也不甘示弱。除 Oak Investment Partners 和 New Enterprise Associates 之外，另外三只排名前五位的基金来自于 Polaris Venture Partners、优点资本以及红杉资本，融资额分别为 10 亿美元、10 亿美元和 8.615 亿美元。

基金规模的扩大也意味着投资额的增加，目前一家企业获得的最大额风险投资通常在 2000 万美元到 5000 万美元之间，远高于以前的 100 万美元到 1000 万美元。

这意味着随着时间的变化，私募基金的成本会不断提高，对于投资者来说，这意味着你要支付更高的管理费。也就必须满足不断提高的私募管理人的工资要求。

在人才短缺的情况下，不排除你的收益可能比私募基金管理者的平均薪水还要低的可怕情况。在过去的几年时间里，对冲基金的经理人的管理费上涨有目共睹，迟早这一趋势会在私募基金那里大规模出现。索罗斯的基金管理费已经很高，但仍然挡不住人才的流失。

3. 投资目标转向国外

这意味着私募基金的投资方向和内容正在发生新的变化。根据 Venture One 公布的数据，2006 年信息服务领域新兴公司，也就是以用户生成内容为主体业务的公司共获得了 24 亿美元的风险投资，比 2005 年增长了 27%。不过，要在新兴公司中找出一位赢家十分困难，而且越来越多的风险投资公司将目光转向了美国以外的市场。即使是那些专门面向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



早期科技公司的基金，它们的投资范围也不再仅限于硅谷。

德丰杰2007年管理的资金总额为40亿美元左右，但包括了19只基金，其办事处遍及波士顿和北京等多个地区。通常情况下，地区经理比那些在公司总部工作的管理者更容易发现投资机会。过去两年，在德丰杰最为成功的四笔投资中，有三笔来自于美国之外市场，投资对象分别是百度、eBay的Skype部门以及分众传媒。

你对外国投资几乎全面排斥的话，你也不可能从中获得任何收益。美国本土的新兴项目可能再也无法让你从中直接获利。由于你的知识不足，你可能不得不更多接受这些私募经理的摆布。

4. 中等规模基金生存空间受限

风险投资公司正全力在中国和印度寻找那些缺乏资金、较为成熟，而且有发展前途的公司。在这一过程中，中等规模基金陷入了进退两难的境地。与小规模基金相比，它们不够灵活；与大规模基金相比，它们的实力又有着不小的差距。基于这一原因，养老基金和大学捐款往往选择了大规模基金或小规模基金，中等规模基金则无人问津。过去一段时间里，主要为普通的私募投资者服务的正是这些中等规模的基金。现在他们的命运正在发生变化。

不论如何，美国新兴公司获得的风险投资总额仍然呈现上升趋势。根据安永和Venture One公布的数据，2006年美国公司共获得257.5亿美元风险投资，比2005年增长8%。其中，手机服务提供商Amp'd Mobile 2007年四月融资1.5亿美元，投资者包括英特尔和高通；网络广告代理商Spot Runner 2008年10月获得了4000万美元风险投资，投资者包括哥伦比亚广播公司和IPG集团等。

第七节　为什么“相爱总是简单，相处太难”

不论是公募还是私募，在投资者见面会这种场合，发生言语冲突，甚至出言不逊的，早就屡见不鲜。这方面，尽管私募经理们通常不会公开，不过有一些人还是不经意间会把这些内幕抖搂出来，比如和琼斯先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生有矛盾的比格斯，他毫不留情地在书中披露了他和琼斯的矛盾。

就在琼斯与比格斯的午餐后不久，仅仅因为琼斯夫人是个酒徒，双方不满爆发了出来。琼斯的一个内部资金经理人离开公司，成立了一个名为城市联合基金的竞争性对冲基金。比格斯正是这个经理人的同情者，不久他去和背叛者成立了一家私募基金。比格斯认为，从这些背叛者的角度来说，这个选择是理性的：套期保值的想法很容易模仿，而且没有必要与一个外行监督员分享战利品。琼斯和他的律师给离开公司的人找麻烦，但他泰然处之。

把合适的产品卖给合适的人，这本身是私募基金的经营方式。可是这种方式并不能处处推行下去。无论市场如何，基金经理们的投资方式和同行，乃至委托人是存在某种程度的冲突的。只要涉及利益，复制和模仿经常带来竞争性的恶果。而经理们的管理费和委托人的收益有时候存在消长的关系，矛盾和冲突不可避免。基金经理存在违规操作，投资者完全可以通过正规途径，比如诉诸法律予以公正合理地解决。

著名经济学教授乔希·勒纳认为：投行和 PE 的关系有两面性，既是朋友，又是敌人——投行为 PE 提供承销和融资等服务，但投行的直投业务又会和 PE 进行竞争。所以在乔希·勒纳看来，中资券商在涉足 PE 业务时也难免会面临上述管理上的挑战。除此之外，当投行的这些 PE 业务运作成熟时，上述券商还可能面临着 PE 部门寻求独立的渴望，“一旦有诱惑，PE 部门是希望独立的”。

其次，专业投资经理都有自身的投资风格，风险收益偏好往往决定了在不同市场状况下的投资收益。这导致他们在私募行业内部存在激烈的排名竞争。以星石投资的江晖为例，曾经做过债券投资的江晖属于风险高度厌恶型，在具体的投资操作中，江晖也秉持了严格的绝对收益理念。在 2008 年的金融危机中，绝大多数公募和私募产品都出现了巨幅亏损，而江晖掌管的私募产品由于重仓固定收益类产品，为客户带来了正收益，江晖因此得到了客户的高度认同，以至于在一次投资者交流会上，客户主动集体起立向江晖鞠躬表示感谢。但这是少数的情况，多数的情况下，人们会因为投资失败，恨不得杀死私募基金经理。麦道夫在宣告自己一直在搞“庞氏骗局”后，有些冲动的投资者甚至打算雇佣杀手了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结这个人。

私募基金市场一直存在这么一种怪圈：一旦某一时段某位私募经理人业绩突出，媒体采访蜂拥而至，私募基金经理名誉度就会上升，而私募基金经理也借此机会发布产品，吸引更多的人加入。问题是，规模和业绩存在冲突。一旦规模变大，超过一定额度，私募基金经理以往的投资手法就难以奏效，从私募业绩的历史循环来看，往往上一年业绩好的私募基金经理，下一年业绩落后是大概率事件，以至于业内人士笑称“冠军轮流做，私募无大王。”而对持有人来说，购买产品时很多时候都不会仔细分析自身的风险承受能力，也不去主动考察私募基金经理的过往投资和业绩特点是否与自身风险偏好相符，单单凭“谁的名气大我就买谁的”下决定，这种类似拍脑袋式的投资决策，一旦基金业绩与自己预期不相符合，客户就会出现情绪暴躁等非理性行为。

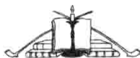
对于目前国内迅速崛起的人民币基金热潮，勒纳认为存在一定的过热迹象。不管从募集基金的数量和规模以及所投项目的活跃程度，中国目前都远超其他国家，而中国私募股权基金市场在过去十年的发展速度相当于美国的四十年。当很多人都觉得赚钱容易时，资金的大规模涌入必然会推高被投企业的估值，PE 获得高额回报的难度就会增加，最后整个行业泡沫会破灭。

PE 在世界各地都是随着周期大起大落的行业，中国也不会幸免。而一旦市场出现自我纠正时，往往是那些能够为被投企业增加价值的 PE 会存活下来。这个时候私募基金经理面对的尴尬和冲突可能比现在还要多。对于普通人来说，如何在变乱纷返的形势下，保持冷静，继续合作才是更加严重的问题，如何打破难以共患难的局面也许是私募行业的巨大挑战。

第八节　为什么学巴菲特与芒格那么难

芒格是伯克希尔 2006 年向以色列金属切削工具生产商 Iscar Metal-working Cos. 投资 40 亿美元的支持者。鉴于巴菲特对投资廉价企业的偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好，芒格说："Iscar 值这笔钱。"

这两位投资者称，他们预计伯克希尔不久后将会恢复状态，他们还会继续合作。每周他们至少会在各自的办公室通一两次电话——巴菲特在奥马哈，芒格在加州帕萨迪纳。

巴菲特说："芒格可能比许多行业的业内人士更了解这些业务的本质，他比我看到的任何人都能更快抓住要点。"

芒格在奥马哈长大，二战期间参加了美国陆军，在阿拉斯加任气象员。战争结束后，他获得哈佛大学法学院学位，成为加州一家公司的律师。

他也成了一名认真的投资者。1959 年，他在奥马哈一家餐馆首次见到巴菲特。经过多年来在众多投资上的合作，两人于 1978 年终于在伯克希尔成为全职搭档，芒格出任了这家公司的副董事长。

他们早期的一项交易是收购了伯克希尔旗下最知名的品牌之一时思糖果。1972 年，芒格说服巴菲特共同以 2500 万美元收购了加州盒装巧克力生产商时思。虽然按一些指标衡量收购价似乎太高，但这项交易却大获成功，共带来了 10 多亿美元的税前利润。

像巴菲特和芒格这样的私募黄金组合，在美国的私募基金管理行业来说是绝无仅有的。索罗斯和罗杰斯的合作不错，不过罗杰斯曾经几次离开索罗斯。芒格特别赢得了伯克希尔公司董事比尔·盖茨尊重。盖茨说，当美国司法部 20 世纪 90 年代末指控微软在 Windows 操作系统上滥用垄断权力时，他曾向芒格寻求法律建议。在创立比尔及梅林达·盖茨基金会方面，他也曾征求过芒格的意见。

"没有芒格的辅佐，巴菲特恐怕很难做得这么好。"这是比尔·盖茨的评价，其实没有芒格和巴菲特的搭档，美国的私募基金也不会这么让人看重。因为要知道比尔·盖茨的微软本身也在进行内部投资，他的私募基金管理规模并不比伯克希尔公司差，只不过它的效率远远比不上巴菲特和芒格。

为什么这么多基金合伙人搭档，只有巴菲特和芒格能够善始善终，始终不离不弃，学习他们的方式为什么如此之难？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



首先，这可能和巴菲特、芒格的合作方式有关。从某种角度上说，两个人的合作是互相利用，比较优势，优势互补的做法。这就不大可能出现因为业务交叉和手段上的差异出现矛盾。巴菲特和芒格各自同时还经营着一家同等规模的个人公司，这就意味着双方是平等的，可以更好地合作。

芒格在投资眼光上略胜一筹。纽约基金管理公司 T2 Partners LLC 的经理蒂尔森说，没有这样的投资，伯克希尔不太可能发展成现在这么大。他说，芒格帮助巴菲特鉴别了一些高质量的投资，在几十年后带来了数十亿美元的收入。T2 Partners 持有伯克希尔的股票。

在财务方面，巴菲特做得更好。根据福布斯杂志的世界富人排名榜，巴菲特 2008 年的净资产为 370 亿美元，排名世界第二，仅次于微软创始人比尔·盖茨。芒格在这份名单上排名 522 位，净资产为 14 亿美元。

其次，许多人经常过度自信，认定成绩大部分是自己贡献的。每个人都有过度自信的倾向。于是，在不同的合伙人，内心得出的结论可能完全不一样。比如，一只产品的业绩很好。合伙人 A 内心认为，80%是自己的功劳。无独有偶，合伙人 B 同样认为，80%是自己的功劳。一个产品的管理是一个人以上的集体决策，那么，最终对这只产品的业绩贡献，无论是好是坏，都很难进行量化的归因分析，很难明白地指出，多少业绩是基金经理 A 贡献的，多少业绩是基金经理 B 贡献的。人类的大脑倾向于记住对自己有利的证据，而忘记对自己不利的证据。即使只有一个人决策时，很多人在犯错误之后，也会有“责任外推”的倾向。比如，推给运气不好，推给大环境不好等。

最后，合伙制度下，形成统一意见的确十分困难。“挑选合伙人应该按照这个标准来进行：首先他应该是比你更聪明且更有智慧的人；其次他应该在你犯下代价昂贵的错误后不会事后批评；同时他应该是个慷慨的人；最后，他能够在长途旅行中不断带来乐趣。”

在合伙制度下，巴菲特称：“我清楚地知道，我们心目中的继任者不是那种将解雇我们经理人的人，因为我们心中的他拥有和我一样的文化和以人为本的理念。”这说明巴菲特本人的确有很大的宽容性，而且他可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能更重视合伙人的合作精神。“多数经理人完全可以退休，也完全不需要再工作。他们继续工作仅仅是因为工作可带来更多乐趣，能超过世界上其他任何的事情的乐趣。”

在这些简单的说法和标准外，巴菲特和芒格两人的行事风格还是有所不同。芒格说话简洁明了，巴菲特则显得啰啰唆唆。这种性格的差异选择，经常是出于合作者的某种习惯性匹配结果。两个人的叙事风格相同，可能在争论中就出现针锋相对的情况，显然一快一慢，出现问题的概率就很小。

巴菲特开玩笑说文科专业出身的人不会成为伯克希尔的CEO，接着他一本正经地说：“我的继任者不可能完成我完成的每一笔交易，但是我的继承人有能力胜任这项工作。”这只是玩笑，巴菲特此前在写给伯克希尔·哈撒韦公司股东的年度信件中说，自己已经选定一名接班人，但拒绝透露继任者身份。而继承人自己也蒙在鼓里。

第九节　有限合伙制是必需的吗

私募股权基金是最早在美国出现的一种商业机构，直到1958年才创立了第一个有限合伙投资机构，而有限合伙投资机构成为主流更要晚些。在1980年，合伙制基金在整体的45亿美元的风险投资规模中仅占约40%，而其他的金融和行业性机构管理着31%的资金，SBIC管理着约29%。到了20世纪80年代后期，有限合伙制基金的份额才增长到80%以上。

1916年美国统一州法委员会制定了《统一有限合伙法》，1976年对其修订，修订后称作《修正统一有限合伙法》，1985年又对《修正统一有限合伙法》进行修订。这三部关于有限合伙的法律对调整美国的合伙关系发挥了巨大作用，美国后来又发展出有限责任合伙、有限责任有限合伙，它们是有限合伙的变革与进一步改良，体现了减轻税负和减轻责任的趋势。

在20世纪90年代，美国有限合伙公司参与的风险资本所占的市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



份额也已达到80%以上。最著名的例子是比尔·盖茨创立的微软，就是得益于内部有限合伙的架构、外部风险资本的支持，微软由有限合伙发展为有限公司，后又演变为上市公司，这也是现今一般高科技企业所遵循的发展道路。

据IDG自己的网站公布，自进入中国市场以来，它投资了腾讯、金蝶、携程，分别给自己带来了12倍、10倍、10倍的回报。IDG中国的年均回报率达到55%。IDG的大举斩获与网络经济的成功堪称风险投资与智力资本的双赢结合。

显然与人们通常的印象不同，私募基金并不一定需要是有限合伙制度的。索罗斯的量子基金就不是这种形式。私募基金完全可以在不同的法律形式之间进行选择，之前的基金也有公司制的，比如巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司。当然有限合伙制的优势十分明显。

第一，避税。大部分国家的税法都对公司和股东分别征税，股份制公司要收公司税和个人所得税，是双重征税。在合伙制下，合伙企业被视为税收“导管”，合伙企业不成为纳税主体，没有公司所得税，利润直接分配给合伙人，由合伙人直接缴纳个人所得税。显然合伙制更有利于减少税收负担。有限合伙避免双重征税的特性无疑可以刺激投资者的投资积极性。

第二，融资限制很少。有限合伙制企业融资方式简单易行，只要双方达成协议，投资者即可以成为有限合伙人。因为普通合伙人承担无限责任，在一定程度上可使贷款人相信其贷款可向普通合伙人追索，从而可能使融资成本低于其他经营状况类似但采用有限责任制的企业。对于管理人在利润当中的分配比例，根据双方协商，在不违反法律强制性规定的前提下也可灵活变通。这样管理制度的手脚限制也很少，不用面临监管机构的监视。

第三，诚信度较高和减少道德风险，降低监督成本。现代公司的两权分离，可能会出现利益不一致的治理难题。公司的经营者原则上不对公司债务负责，因此有可能违背其应负的忠实与善管义务，谋求一己之私，此即经营者道德风险。而在有限合伙中，普通合伙人一方面可以享

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有对整个合伙事务的经营管理权，另一方面却要对合伙事务承担无限责任。这种权责统一的经营模式使经营者清醒地意识到其利益与企业的经营业绩紧密联系着，把普通合伙人与有限合伙人的命运紧密联系在一起，这就给普通合伙人提高经营绩效带来了巨大的动力和压力，从而避免或降低了普通合伙人的道德风险。

不过，随着金融危机的深化，美国政府正在考虑加强私募基金的管理。这预示也许有一天，有限合伙制也要面临披露全部信息给利益相关者的要求。因为正向华尔街占领运动控诉的那样，类似私募基金这样的机构很可能成为新的影子银行的替代者。对于监管的担心，可能让有限合伙制的限制也越来越多。融资也出现困难，优势逐渐减少。

由于巴菲特不断建议进行巴菲特税的提议，美国的个人所得税的规模有不断上升的趋势。国税部门可能加大对于私募基金资金来源的检查。有些国家已经开始迫于压力，将美国公民的账户交易记录交给美国政府。这意味着一些借助私募避税的资金活动将受到监视。这不利于私募管理活动的秘密进行。另外一件事情是，道德风险在私募基金有限合伙制中有不断上升的趋势。由于资金规模越来越大，有限合伙制管理制度下的经营风险不断加大，这时候，随着人数增加，合伙制的统一意见也会越来越少。激烈的分歧可能不断出现，这时候可能出现合伙人出于不满的目的放弃长远利益，赎回基金的可能性。这对于一些基金的打击是致命的。对于那些雄心勃勃的创业者来说，私募基金的这种套路空间太小，股份公司才是王道。这也是为何比尔·盖茨的微软最终走向上市公司的原因之一。

第十节 美国人凭什么那么“牛”

中国人更熟悉凯雷。凯雷比KKR晚问世11年，当数晚辈。KKR的出名不仅是因为它组建的时间较早——1976年，KKR不是杠杆收购的始作俑者，一次巨型并购，才有《门口的野蛮人》的畅销书和其后改编的电影——《登龙游术》，一本书、一部电影使KKR和PE变得声名狼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



藉加臭名昭著。但凯雷的成长速度惊人，20 年的时间，创建于 1987 年的凯雷集团已发展成为全球最大的独立 PE 机构之一，管理资本规模达 714 亿美元。

凯雷集团旗下 51 只基金主要分布于收购、创业及增长型资本、地产和杠杆金融等 4 个领域。凯雷的成长颇有戏剧性。年轻的凯雷不断复制它的"权钱交易"经验，编织出了一张覆盖全世界的权力之网。自 2000 年进入中国市场以来，凯雷相继在香港、上海、北京设立了办公室。这样，凯雷在亚洲的办公室就有一半分布在中国境内。凯雷有"前总统俱乐部"的称号；20 年来，凯雷创造了超过 30%的年平均投资收益率，这一业绩足以使全球 PE 为之侧目。

私募基金的强大并购是美国实力的一个重要标志。哈佛大学教授迈克尔·波特说："并购具有无穷的诱人魅力。它是巨幅的戏剧，是动人的舞姿。大笔一挥之间，你的公司就可以有上亿美元进账，成为报纸的头版头条，引发市场兴奋。"通常有私募基金的地方，并购也会接踵而来。其中最主要的原因是在私募基金的管理下，采取高杠杆的手段，才能获取高回报。而私募基金的秘密操作手段也高于其他形式的企业。在大规模并购中，往往会出现巨无霸类型的企业实体。这是政府强制所达不到的，通过烦琐的操作，一个不起眼的行业，可能因为私募的并购，成为一个经济的新的支持点。美国的硅谷就是这种并购的最大受益者。在硅谷的公司，凡是上市，几乎无不求助于私募基金的并购合作。

私募基金的金融活动，往往具有热钱的示范效应。对于金融市场的波动，有着极其巨大的影响。通常人们以为热钱的主要成分是对冲基金，其实不然。对冲基金除去极少数宏观基金外，总规模很小，而且更关注长期资本活动。最大的游资，多数是私募基金和私募基金操控下的机构活动。私募基金的投资方式和对冲基金存在差异，他们的投资是多元化的。这和对冲基金的单一形式存在差别。比如巴菲特的经营就是多元投资。他的冒险活动经常可以从各种亏损活动中体现出来。

有些私募基金的行为更加大胆，因为他们只要保证收益后，其他的资金就可以投资于高风险行业。合伙制度让参加者更加喜欢赌博。像凯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



雷公司就是这种多元化赌徒中的佼佼者。在 20 世纪 80 年代，绝大多数商学院的毕业生都希望成为投资银行家。到了 90 年代，他们的理想则是进入与技术相关的风险资本公司或网络公司。而如今，最热门的去处却是私人股权公司。

私募基金常常跟进一些危险的投资冒险活动，比如索罗斯的东南亚狙击泰铢，攻击林吉特。索罗斯的基金是封闭的，总规模只有 20 亿，后来的数百亿资金全都是私募基金的跟进。如果说索罗斯是首犯，那么其他的私募基金是东南亚金融危机的主犯。

私募基金之所以喜欢跟进，是因为经常它们会从中获得渔翁之利。比如索罗斯在俄罗斯金融危机中失利时，这群私募基金正在考虑反向操作，从俄罗斯和索罗斯的失败中套利。索罗斯的失败的损失多数都落进私募的腰包。同样凯雷公司在拉登看上去无用的时候，就干脆离开沙特。

私募基金有的时候具有很强的世界攻击性，这和他们的私人集团的一致性有关。一群合伙人，往往就代表一群财大气粗的利益群体。这些群体具有政治和经济上的特殊选择。他们的私募基金也成为政治经济事件中的推波助澜者。这一点，在高盛公司之前，私募基金的这种特色尤为明显。凯雷的空前成功，刺激了某些人的敏感神经。凯雷被贴上“好战者”“叛逆”“政府共谋犯”的标签。“9·11”事件后，“阴谋论”盛行，凯雷的巨额利润、商业机密和沙特客户饱受诟病。因此，公司元老决定为凯雷打造一个新形象。

投资组合方面，凯雷继续坚持多元化的原则，加强了在其他 9 个重要行业的投资，包括汽车与运输、消费与零售、能源与电力、保健、工业与基础设施、房地产、科技与商业服务、传媒与电信以及航天。凯雷的业务已经分布于 19 个国家的 29 个城市，在全球所有 PE 投资中地域分布最广。凯雷在全世界拥有的 51 只基金同时涉足风险资本、并购、房地产和债务抵押证券等投资领域。这样，凯雷就能够打组合拳，以改变人们心目中“投机军火商”的不良形象。

青睐私募基金的主要是犹太富翁，当然这和特殊的文化有关。犹太人的经济生活更加封闭，所以和私募的有限合伙制度、熟人相投。由于历次中东战争和犹太财团的行动相关，于是关于犹太人的阴谋的消息也

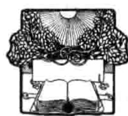
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不胫而走。私募基金强大的时代，是在近三十年，并不在中东战争前。

私募基金的秘密性，当然很合乎阴谋家的口味，不过需要指出的是，私募基金本身没有那么大的能量，只不过人为不断神话，才变成今天的神一般的地位。说到底，私募基金不过是投资的一类组织机构的存在形式。它本身只是工具，并不具有善恶的道德差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十四章
创业风险投资是魔鬼还是野兽

第一节　风险投资是一次投资还是一次合伙

约翰·杜尔看上去貌不惊人，身高1米75左右、狭长面孔、粗看只是一个知识分子气质的瘦削男子。无论走到哪里，也同样的语不惊人。很难想象这是个风险投资行业的大鳄级别的人物，以至于有些人怀疑自己的眼光是否出现问题。

需要指出的是，杜尔自其1980年加盟合伙人公司KPCB以来，风投业尚无第二人与之相比。1980年代，他投资康柏电脑、升阳微系统、莲花软件等，均在个人电脑革命中扮演了主体角色。1990年代，他率先投资了网景公司，后者最终拉开了互联网革命的序幕。

此后，杜尔成了网络产业最不遗余力的鼓吹者，影响了前美国副总统戈尔。1990年代末，他以1250万美元投资谷歌，随后这家网站热遍全球，而杜尔因此获利近44亿美元。

在美国的风险投资业历史上，约翰·杜尔可能是个异数。这个人锻造了风险投资的一大批奇迹。这不是人们全部关心的问题，也不是杜尔本人关注的问题。人们想问的是，阅风险投资无数的杜尔，到底是个一次性的合作对象，还是一次性投资？

据说乔布斯去世前不久，杜尔曾经对乔布斯说，移动手机比互联网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



更加重要。然后这个排名福布斯财富榜540名的人，居然摇身一变，成为美国风险投资政策的国家代言人——他现在是奥巴马的经济复苏委员会成员，主管中小企业支持扶助工作。关于什么让他成为一个风险投资者，杜尔曾给出的答案是：运气、对创新与企业家的天然热衷，以及遗传自其父的雄心勃勃。在斯坦福学生占据绝对优势的硅谷，杜尔则是有一个哈佛 MBA 身份的人。

要想知道风险投资到底是看中投资项目，还是合作牟利，只要看看风险投资的大玩家的经历就能得到一个清晰的答案。

1974 年，风险投资业年景最差的时期之一，当年，只有两家公司融资超过 100 万美元：花花公子集团和 KPCB 投资的 Tandem 电脑公司。因此，虽然见到一些业内重量级玩家，如 KPCB 的合伙人之一拜尔斯、NEA 创始人克拉姆里克的建议反而是：忘了风险投资，去好公司找个正经工作。在他们看来，那时候的风险投资更应该注重的是项目本身，只有好项目才是重要的。

好在杜尔有自己的主意，从 1974 年到 1980 年的 6 年间，杜尔在英特尔经历了从工程师到市场人员的转换。这些经历带给他的最大教益是：只有解决一个问题，才能获得一笔收入——那些解决大问题的公司，才有资格获得丰厚回报。

显然早期杜尔的投资哲学是实体投资为根本，牟利和回报占据次要的地位。“在现今世界，有太多的技术、太多的企业家，太多的钱，太多的风险投资。真正稀缺的，是好的团队。搭建好的团队是最大的挑战。世界正在各个层面发生巨变，有的是技术驱动的，有的是市场驱动的。所有这些变化都带来了前所未有的机会。想在这里面占据主动，必须专注于团队。”这样的话，杜尔说了很多年，很多遍。

在风险投资的经历中，杜尔并不是没有机会，但真正的成功者是那种把握得住运气的人。1980 年，斯坦福大学教授巴斯基特向其推荐一个名叫斯坦福大学网的项目，这一生产低价工作站的学生项目，变成了后来的升阳微系统；1981 年，在加州理工大学的一次会议上，杜尔认识了两名教授，加州理工大学的米德和斯坦福的克拉克。米德和杜尔共同创建第一家公司（最终这家公司在 11 年后以 1.42 亿美元的价格被出售），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而克拉克在14年后创立了网景；1982年，三名德州仪器公司辞职的员工在餐厅纸巾上写就的商业计划书变成了后来将IBM从PC霸主地位上拉下马的康柏。

当康柏的三人创业团队最初找到杜尔，是因为他们在IBM那里碰了钉子，这一次的创意与杜尔在英特尔时就曾鼓吹但失败过的想法不谋而合，致使杜尔极为积极地说服了合伙人们展开投资。

当时的PC销售正供不应求，而这种有着9英寸屏幕，35磅重的便携式电脑显然富有竞争力。康柏小心翼翼地将自己的产品定位为IBM的补充，使其起步时未受到来自蓝色巨人及销售商们的阻碍。成立第一年，它就获得了1.1亿销售额，并成了历史上最快获得10亿美元收入，以及最快进入财富500强排行榜的企业。

而升阳的故事同样属于团队的胜利。这一项目最初由安迪·贝克托斯海姆牵头，后来逐渐加入进一个名为比尔·乔伊的技术天才，一个叫瓦诺德·寇斯拉的印度人和一个叫斯科特·迈克尼利的MBA。即使当时四名创业者只有27岁，这一同时具备商业头脑与技术创新能力的团队仍然打动了杜尔。

时间证明了，这笔1982年的投资，对KPCB创造了巨大的价值：除去升阳的成功，这一团队还从各个层面对KPCB的投资产生了影响。贝克托斯海姆退出升阳后，先后创立过两家公司，卖出了3.13亿美元，并最早为谷歌提供10万美元启动资金。常年在升阳扮演首席科学家的乔伊主导了包括Java在内的众多重量级创新，KPCB还专门设立了Java基金，收益极佳。而寇斯拉则干脆成了KPCB的合伙人，他在20世纪90年代投资的三家电信设备公司——Cerent、Juniper和Siara——共为KPCB获得40亿美元以上回报。

如果说风险投资是一次性合伙，那么就不可能有今天的杜尔的合伙，也不会有这样一个三人团队存在。风险投资本身需要专业和创业家的直觉，偏好具有合作精神的个人。在这种情况下，风险投资更重要的是一种合作，而不是投资。甚至有的时候，投资只是次要的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节 风险投资看中的是理念还是机会

1967 年，哈佛大学的社会心理学家米尔格拉姆将一套连锁信件随机发送给居住在内布拉斯加州奥马哈的 160 个人，信中放了一个波士顿股票经纪人的名字，信中要求每个收信人将这套信寄给自己认为是比较接近那个股票经纪人的朋友。朋友收信后照此办理。最终，大部分信在经过五六个步骤后都抵达了该股票经纪人。这就是著名的“连锁信件实验”。通过这个实验，人们开始认识到一个新的理论：六度空间理论。也就是说，我们想找到这个世界上的任何一个人，最多只需要通过 6 个人便可完成。而这也就是社区网络服务（Social Networking Services）出现的理论基础。

六度空间理论在 30 年后成为现实。让实验梦想成真的人是一个年轻人。2004 年，在美国一家名为 Facebook 的网站横空出世，他由哈佛大学的学生马克·扎克伯格创办，完全依照“六度空间理论”的熟人介绍熟人原则迅速扩张。

这个网站公司在未上市前，等待为它注资的风险投资就已经开始排队。微软的比尔·盖茨则不遗余力地在这个新企业上重金投入。许多人认为这是微软最成功的风险投资。

在过去哈佛出现的大名鼎鼎的风险投资项目中，有一个不同于西海岸的地方，那就是哈佛大学从来不直接插手风险投资的运作。这成了哈佛的典型特色。尽管这个大学的基金某种程度上也是一个风险投资基金，但他们从不染指创业投资。哪怕这个大学诞生了比尔·盖茨，现在又有了改写了全球科技企业 IPO 记录的马克·扎克伯格这样的传奇人物。

同西海岸的斯坦福不同，哈佛合作的风险投资，他们更看重的机会——利用好风险投资的资金和相关资源对大学生创业者提供帮助。这种特性，粗看好像与杜尔的投资理念有差别，也和硅谷代表的企业家精神相悖。其实不然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



哈佛大学的环境根本不缺乏资金，常春藤的学生家庭的平均收入水平远高于西海岸。他们根本不需要为风险投资的资金去创业。正因为资金充裕，所以哈佛的学生更多的是靠资本的运作才能来显示他们的优势。他们和华尔街的金融财富有着天然的联系。耳濡目染的结果是，在哈佛风险投资，首先是一种投资活动，在这种环境下，很难鼓励哈佛的学生关注理念本身。

其次，哈佛的环境缺乏理念和原创性科研的土壤。在常春藤的学校中，显然哈佛属于文科氛围浓厚的人文学校。本身不依靠科学技术研究来维持学术的领先。相比而言，斯坦福这样的大学才是正儿八经的技术理念发明者。同对手相比，这不是哈佛的强项。因此，从比尔·盖茨到马克·扎克伯格，都对已有理念和技术商业化。商业化就是熊彼特的创新模式之一。

1957 年，美国联邦储备银行的一份研究报告指出，新企业普遍缺少股权资本投资。最近研究也表明，在德国，49％的创业者面临金融资源短缺问题。然而，初创企业所有者资金不足，供给能力有限，需要寻求外部融资。这正是哈佛的学生更关注资金运作的根本原因。

基于科学活动的企业，其投资的潜力价值具有更大的不确定性，对新兴创新型融资存在很高风险，与此同时，模仿、创新的市场实现等也会产生另外一些不确定性，投资者很难判断这种投资效果如何。此外，创新型初创企业通常规模比较小，资本有限，缺乏声誉和抵押资产，再加上道德风险、逆向选择等问题，使这类企业难以从银行获得贷款。这就需要构建一种不同于传统方式的新型融资机制，用以消除创业者与投资家之间的信息不对称和规避道德风险。这种机制就是创业投资。

像西海岸的硅谷，这些地方创造的价值远远超过人们的想象，硅谷的产值已经超过纽约地区。遗憾的是，相比硅谷出现的中小企业数量，资金仍然高度不足。在资金匮乏的时候，如何运作资金，将资金输送到最有价值，最需要他们的人手上，这就成为一种有价值的工作。这就是风险投资的投资功能如此在哈佛流行的主要原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三节　风险投资是政府行为还是企业行为

美国初期的创业投资的发展有赖于政府的鼓励和扶持。1958 年美国国会通过了《小企业投资公司法》，并在此基础上建立了小企业投资公司。小企业投资公司受小企业管理局的管辖，可以向美国政府的“小企业管理署”贷到相当于自身资产 3 倍的款项，并可以享受税收的优惠和低息贷款的扶持。因此政府的积极参与和推动大大加快了风险投资的发展。

20 世纪 70 年代末到 20 世纪 80 年代的复苏自 1978 年开始，一系列的法律法规的调整改善了创业投资的环境。1978 年减税法案，将资本收益税率从 49.5%降到 28%，带动当年创业投资额比前一年上升 5.56 亿美元；美国劳工部发表了一个“说明”，表明雇员退休收入保障法阻碍了创业投资的发展。

1980 年小企业投资促进法，确认创业投资资金是属于商业发展企业，不再作为投资顾问在证券交易委员会登记及报告披露；加强了其经营的灵活性；1981 年经济复苏税收法案，将个人的资本收益税率从 28%降到 20%，使当年的风险投资额比前一年提高了 100%。1987 年风险投资规模达到 31.1 亿美元。以上这些及其他政府政策的调整，为创业资本的投资扫清了障碍。

回顾风险投资的历史，人们很难说清风险投资到底是政府行为，还是企业经营。从战后开始，美国政府就将中小企业的复苏看成是一种国家行为。包括硅谷和哈佛大学所在的波士顿地区，在战后一直是美国政府和军方重点扶植的科研基地。其中波士顿直到休士顿崛起前，一直是全世界最先进的火箭研发中心，而围绕这些高技术的基地周围，因为军方的订单，就产生了大批解决问题的中小企业。

从早期的角度说，政府投资中小企业是一种刺激经济的善举，同时也是利用战后裁军的民间科技力量维持强大国防力量的替代措施。所以，从这个意义上说，没有国家支持，风险投资的产业基础本身就是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可能存在的。其他国家的历史证明，单靠私人企业或者富裕的人群，风险资本也不会产生。在另外一些发展中国家，例如中国和印度、韩国，明显可以看出风险投资的国家特色来。

有些说法指出，风险投资是一种政府战略行为。当然这是对的，不过，国家扶持的中小企业并不只是那么简单。风险投资的根本底色还是企业行为。通常，同国家订单联系太过紧密，不利于风险投资的企业发育成熟。

进入 20 世纪 90 年代以来，美国创业投资在经历了资本额连续 4 年的大幅度降低之后，随着通信和网络技术的发展和资本市场的复苏，又进入了一个新的快速发展的时期。可以说，美国高技术企业和产业之所以能够高速发展，创业投资是最主要的推动因素。如著名的苹果电脑公司、SUN 微系统公司、微软公司、LOTUS 等高技术公司都是借助创业投资起家和迅速发展的。中间的 4 年停顿，主要是美国政府提供的虚假高速信息公路概念所致。直到今天美国政府的信息高速公路也没有建立起来。相反，美国的基础信息设施建设反倒在不断落后。那些当时成功的公司，都有鲜明的个人风格的企业家特色。这让风险投资从此和其原来的官办色彩彻底区分开来。

从现代的角度上说，风险投资的企业经营行为更加重要。缺乏企业动力，也就无风险投资。更重要的一点是某些情况下，政府投资会对私人经济产生挤出效应。

20 世纪 90 年代后期，英国政府将它的注意力从制定规则和税收激励政策上移开，更加注意采取实际的行动，以股权方式进入创业投资领域，为小公司服务。《1998 竞争力白皮书》宣告英国高新技术基金和地区创业投资基金的成立。

英国股权方案的一个亮点是社会发展创业投资基金（或者叫桥梁基金），其目的是促进英国偏远地区的中小企业得到创业投资资金。高新技术基金和早期发展基金是最近实施的两个股权方案，其目的是促进处于早期阶段的高新技术公司的发展。英国政府尝试通过股权方案，带动私人投资。英国的股权方案非常强调地方特色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



地区创业投资基金和社会发展创业基金都以各地区小企业的发展为目标，这样能够降低各地区早期阶段交易的失败率。但需要指出的是，政府资金有“挤出效应”。虽然现在看来，英国的股权方案似乎没有与现存的资金来源相竞争，但当私人资金的回报率和政府资金的回报率不同时，私人投资者可能被排挤在创业投资领域之外。这点非常重要。一旦处于早期阶段的小企业融资情况转好时，政府应逐步停止股权方案，允许更大范围的私人股权投资。

在以私人经济效益为标准时，显然政府的过多干预，会逐步降低小企业的投资效率。而且这种做法，排斥一般富人的投资进入。政府过度承担风险，让一些风险投资成为保护项目，逐步失去项目的优势和竞争力，有些失败的孵化器主要是因为政府成了风险企业的风险转移机构。例如联邦快递，今天它的效率已经成为美国人民诟病的对象。

因此，在今天，人们在关注政府对风险投资的扶植政策的同时，也更多地要求政府及早退出。让私人资本进入风险投资，实现风险企业的市场价值。这已经成为风险投资发展的普遍方式。

第四节　投向传统行业的风险投资还是风险投资吗

英国的创业投资市场不是专门针对高新技术企业的。但这种情况正在逐步发生变化。1995～2000年期间，英国大约15%的创业投资资金注入信息和通信技术领域，而美国投向该领域的创业投资资金占全部创业投资资金的70%。这反映出英国更注重对处于后期阶段的公司以及大公司的投资。不过投向各种规模的高新技术企业的资金正在逐步增加。

2001年，英国收到私人股权投资的公司中有30%的公司是软件和计算机服务类的公司，而收到各种投资的公司中有11%属于软件和计算机服务业的公司。随后是其他技术行业收到的投资较多，例如，制药业、健康和IT硬件。此外还有一些新的行业得到的投资也较多，比如，大众传媒、摄影和娱乐业。

提到风险投资，人们首先想到的是软件和计算机服务类的IT公司投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资。无论是从得到的投资额看，还是从得到投资的公司的数量看，软件和计算机服务类的公司一直是世界风险投资的主流。不过，只要一离开美国，人们很快就发现，风险投资的范围要大得多，甚至从相对的类型看，大多数国家的风险投资都集中在传统行业。

尽管商业失败率很高，英国互联网公司仍然保持强势，继续吸引投资者向处于早期和扩张阶段的互联网公司投资。但总的来说，大部分高新技术公司在2000～2001年得到的资金减少了。而在工业基础比较薄弱的以色列，传统行业不再是风险投资的主要投资方向，在军工企业外，以色列的大部分资金都是投资在诸如医药和生物、通信软件行业。但是就全国范围内而言，以色列仍然属于传统投资占优势的国家。风险投资分布的地区和行业基本平行。

在日本，风险投资行业和高利贷行业差不多，日本的风险投资公司无法像美国同行一样介入被投资公司的业务，无法强制被投资公司执行自己的战略，甚至无法参与被投资公司的经营管理。日本的风险投资公司为了生存不得不放弃本来应当承担的社会责任，而退化为非银行性金融机关，主要投资于成熟企业；对被投资公司很少提供经营服务，反而在一段时期内卷入了违法的高利贷行业。在20世纪80年代初期包括集富公司在内的一些风险投资公司为了生存纷纷卷入了高利贷产业，社会影响很坏。

理论上，风险投资行业基本等价于高技术行业的说法，仅限于美国而已。美国的创业资本集中在高科技领域，主要是计算机与通讯产业，其次是健康医疗和生命科学。

1997年，美国的软件企业获得了总创业投资资本的22%，广播通信公司为19%，网络公司为18%，医疗服务为9%，生物科技为8%，医疗设备为6%，零售和消费品类公司只占总额的8.8%。到2001年，即使通信产业的创业投资较去年缩减了60%以上，但是仍然占到创业投资额的榜首，约占总投资的12%。

而1995年和1996年欧洲的创业资本只有2%投向了生物科技企业，不足20%的资金投向了各类科技企业，其中包括通信、计算机和电子企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业。日本创业资本中也只有35%的资金投向了科技企业。20世纪90年代末，欧洲只有不足10%的创业资本是投向新企业的。亚洲创业资本的约70%是为成熟阶段的企业融资，只有21%为初始阶段企业筹集资金。

由于这类复杂的情况，甚至什么是风险投资行业也缺乏定义。1996年经济合作与发展组织的一份报告指出创业投资“是一种投资于未上市的新兴创业企业并参与管理的投资行为。其价值是由创业企业家和创业投资家通过资金和专业技能所共同创造的”。Tereza Tykvová（2000）对创业投资的概念进行了梳理。在欧洲，创业资本主要是指管理阶层购买（MBOs）或者管理阶层补进（MBIs），这类投资占欧洲创业投资总量的一半左右。在美国 MBOs/MBIs 并不是创业资本产业的一部分。因此，他认为，对新兴的、成长迅速的、创新的企业进行的股权投资应该属于“传统”创业资本。创业资本是“实行专业化管理、为新兴的、以增长为目标的未上市公司提供股权式融资的资本”。

这样看来，投资于传统行业，但是只要其也是以增长为目标运作，那么也同样是风险资本。而不仅仅限于高风险高技术的新企业。因为传统的行业在信息化改造后已经无法用技术指标定义其是不是传统了。

最新调研数据显示，今年第二季度中国 VC 投资案例所涉及金额仅有2.11亿美元，同样创下近年来新低。但让人略感安慰的是，第二季度 VC 投资案例数量比一季度有所回升，共发生案例36起，环比增长28.6%，这也成为严冬中唯一的一丝暖意。而在金融危机带来的巨大冲击之下，风投的投资方向也出现了改变，行业格局开始出现新的调整，传统行业投资案例数和投资金额开始赶超广义 IT 行业，跃居行业首位。

就中国而言，今年二季度有两起涉及清洁技术领域的首次公开募股交易，即中国金属再生资源（控股）有限公司通过香港期货交易所融资1.86亿美元，以及多元环球水务公司登陆纽交所筹资8800万美元。此外，还有6笔清洁技术风险投资交易，总额达1800万美元。

传统的资本投资只要采取现代的运作方式，已经不再属于传统的行列，而是高净值的创业型公司。实际在美国，如今高成长率的公司不是谷歌和微软，而是一些医疗公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五节　风险投资能产生多少超额利润

SPAC即"特殊目的并购公司"。以美国为例，SPAC公司管理人先募集到管理资金，随后在OTCBB（场外柜台交易系统）上市交易，成为一家"纯现金"公司，然后再在规定的时间内收购重组目标企业，从而达到合并上市的目的。SPAC集中了直接上市、合并、反向收购、私募等金融产品特征及目的于一体，目标是收购可上市公司，完成重组，即可转主板。据了解，全球SPAC中前四名均为中国主题，股价涨幅一般在100%以上。

越来越多的资金涌进，高回报驱使一些大的对冲基金设立私募股权投资部门进军中国。然而，并不是所有的对冲基金都有足够的实力与耐心去直接投资中国私募股权市场，对于共同基金而言，鲜有涉足中国私募股权市场的例子，于是通过SPAC这种形式的曲线投资便受到关注。

一位业内人士介绍说，SPAC在美国资本市场存在多年，2003年推出的新条款对投资者的保护日趋严格，如包括在管理团队选定合并对象后需召开股东大会、只有80%以上的公众投资者批准才能进行合并等。

中国第一起SPAC上市是在2004年3月，北京奥瑞金种子公司通过美国公司Chardan China Acquisition在OTCBB上市，2005年11月，奥瑞金与Chardan China Acquisition公司完成合并，获得2400万美元融资并同时在纳斯达克交易。2006年1月，奥瑞金发行认股权证，融资4000万美元。原有的包括对冲基金在内的投资者回报达700%。

SPAC其实是一种特殊类型的VC，用公募资金投资到私募股权市场，而VC是用私募资金投资私募股权市场，对于初步具备上市条件的企业来说，SPAC既提供了资金也让企业获得了上市资格，因此SPAC与VC是一种差异化的投资。

证券投资基金追求套利的机会。"很多基金为什么蜂拥而至，是因为中国有这样的套利机会。从原来还没有上市的转到上市的公司，价值就变得不一样了。这可以解释为什么很多对冲基金愿意参与并希望能够分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



享这种套利的机会。SPAC就是基于这点的理论，提供以套利为主、以成长为辅的赢利机会。”

据勒纳等人的研究，风险投资公司的利润通常并不好计算，不过经验证明，美国的长期风险投资的回报率在10%～20%。也就是说除去传统的各种费用，风险投资的平均超额利润是20%。而巴菲特的平均利润率只有17%左右。

理论上吸引风险投资家资金的主要是这种高的投资回报率。通常情况下，超级天使投资公司的单笔投资都不到50万美元。某些投资的数额可能达到数百万美元，不过，很少超过100万美元。相比而言，传统风险投资公司的单笔投资往往都会高达数百万美元。当一家处于“种子阶段”的公司需要50万至200万美元的种子基金时，超级天使公司更愿意联合其他投资者共同投资，而不是单独投入大量资金。

与天使投资人一样，超级天使同样致力于向种子阶段的企业投资，他们经常在创意阶段投资，这时候，被投资人除了一份PPT报告以外，还没有什么实质性的成果。就目前来看，大多数超级天使都会停留在这一阶段，不过，也有一部分超级天使会突破这个阶段。一般而言，判断风险投资赢利的手段，主要是通过看公司持股股权的下降比例，一般来说出现资金规模和比例双下降的时候，比例越高，说明投资的回报率也越高。

2002年美国创业投资的退出状况并购和首次公开上市出现下降趋势，其中以首次公开上市缩减得最为严重，这是2002年美国创业投资退出的主要特点。由于美国股市一路下滑以及对私人公司评估的下降，创业投资的退出受到了很大的限制。2002年创业投资退出的总价值分别比2001年、2000年、1999年下降了55%、90%和84%。并购交易量下降是2002年美国创业投资退出的一个显著特点。2002年并购交易的数量为300项，比2000年和2001年略有下降，但是与1999年相比稍有上浮。2002年购买价格总额与其他年份相比，降幅较大：分别比2001年、2000年、1999年下降了58%、89%和81%。2002年平均每一项并购交易的购买价格为2388万美元，而2001年这一数据为5085万美元，2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年更高达2.2亿美元之多。尽管2002年的第四个季度的并购交易数量有少许增加，但是购买价格总额却达到了自1999年以来各季度的最低点。

在21世纪初，美国的风险投资的平均回报多数都远远超过20%以上，这也成为美国风险资本的一大特色。

这种超额回报的来源通常被解释为美国市场的高流动性和资本杠杆的成功。因为同样的情况下，投资在其他国家并不能得到相同的回报。这导致世界范围内的风险流动资金进一步向美国集中。像一些发展中国家的高科技产业的企业，也通过美国的中小板市场上市，利用存托凭证的方式获取资金支持，反过来这又带动更多的企业选择将资金融资集中在美国市场。从规模上看，风险资本的市场最少的时候，也会占到美国的国内生产总值的17%以上。

这种市场规模效应明显的现象，也成为解释超额利润的主要论据之一。不过，除此之外，美国市场的优惠纳税条件，像明显的免税政策、各类信贷支持、法律宽松等软件，也是它能够产生高额的超额利润的一个促进因素。伦敦的金融城在推广免税和优惠信贷的条件后，也逐渐成为风险资本信赖的重要地点。

在中国这样的国家，采取相应的优惠条件已经成为风险投资成功的主流呼声。而印度由于采取较为快捷的风险投资政策，短时间内成为世界上举足轻重的高科技企业中心。从理论上说，这是一种风险投资回报的结果。对于印度这样的国家，风险投资的回报是通过工业价值增值的其他形式获得的，这样实际发生的回报率，也许要超过普通地区。可见高额利润远不是货币价值那么简单。

第六节 风投给创业企业的仅仅是钱吗

在加利福尼亚州的帕罗奥图，运作只有一个人的超级天使公司K9 Ventures的摩奴·库马尔谈道：“在硬件、半导体、零售、生物科技、生命科学和清洁能源技术等资金密集型行业中，你看不到超级天使的身影。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



沃顿商学院管理学教授大卫·许认为，这种投资方式是个明智的选择，因为“后台技术”已经相当普遍了。所以，问题在于：“你能找到优秀的创意以及能够将其付诸实施的优秀人才吗?”一旦超级天使做到了这一点，那么，即使一家初创企业最初的创意失败了，也没有什么关系。科普曼指出，由于烧钱速度很慢，“超级天使可以允许没有经验的企业不断尝试，允许它们自由发展并调整发展方向，直到他们找到一种可以赢利的商业计划。”

纽约的超级天使投资者罗杰·艾伦伯格认为，这种方式能让超级天使投资公司“将精力放在最有前景的企业身上”。此外，前风险投资家、现运营一家价值评估咨询公司的博·布鲁斯特科恩还认为，一家初创企业继续从大型风险投资公司那里融资，那么，为了避免自己的所有权被大幅稀释，超级天使投资公司有时候也必须要追加投资。

专家认为，天使投资和风险投资的投资范围都涵盖很多领域，超级天使投资的领域主要包括移动电话软件和基于网络的软件、社交网络工具和社交网络平台，以及基于网络的广告风险企业和传媒风险企业，其中的有些企业是业务导向型的，有些则是消费者导向型的。就这种投资如何运作的问题，设在加利福尼亚州特拉基的超级天使公司 Lowercase Capital 创始人克里斯·萨卡列举了一个绝佳的例证，他谈道：“在我投资的企业中，有一家公司每月的‘烧钱比率’只有 3500 美元。这些花费并没有用在技术上，而是用于人员、食物和租金。”

创业投资并不是简单地承载提供资金的职能，它还在创新项目孵化、创新成果转化、市场开拓、企业管理等方面发挥着重要作用。从宏观角度看，创业投资在技术创新、高新技术产业发展和传统产业升级改造，以及经济增长等方面具有积极作用。

首先这源于经济发展的不竭动力的需求。资金短缺一直是困扰中小企业发展的瓶颈问题。创业资本家是专业性的融资中介人，他能够综合运用各种机制缓解各种代理冲突。他们可以提供资本和管理服务，并使企业与咨询者、律师、投资银行家或称职管理者之间建立必要的联系。而对于美国而言，中小企业又占有最多的经济份额，这对于美国经济的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



发展和协调十分重要。

激励创新作为一种管理专业化的专用资本工具，创业资本对专利数量以及其他类型的创新测度指标具有重要影响。Hellmann and Puri（2000）发现，追求“创新者战略”的企业更易于获得创业资本支持，它们可以在企业初创期就获得这种融资。与其他融资制度相比，创新者更可能将获得创业资本视为企业生命周期中的一个重要基石。这说明创业资本对于创新企业而言尤为重要。平均而言，与传统企业1美元的研发相比，在激励专利申请的潜力方面，1美元创业资本的作用要高于前者3～4倍。

有些学者甚至认为创业投资是“经济增长的发动机”。通过资本、技术与市场的有机融合，创业资本促进了高新技术成果的商业化进程和产业化规模，培育和扶持了半导体、计算机、信息技术以及生物工程等尖端技术产业的迅猛发展，并依靠技术进步，促进了经济发展。

通过发现有潜质的小企业，通过股权投资和提供增值服务，伴随着小企业的成长壮大，创业资本家将会得到高额回报。尽管初创型小企业面临诸多风险，但是对这类企业投资所需资本较少，风险较小。因此，在创新、创业环境较好的条件下，许多创业资本将目光投向了新成立企业。

20世纪90年代末掀起的对新创公司的投资狂潮，以及此后因经济风云突变而导致的急速撤资，至今仍让人记忆犹新。2000年底到2002年初这段时间里，尽管众多企业风险投资家纷纷萌生去意，但包括英特尔、微软在内的一些大公司则公开宣布自己公司的投资水平将继续保持在高位。

20世纪60年代中期，美国一些大的财团纷纷设立创业投资基金。从60年代末到70年代初期，《财富》500强中有超过25%的公司开展了子公司型的创业投资计划。这些子公司的设立是为了母公司多样化经营的目标服务的。资金和管理者一般来自于母公司，母公司对子公司的运作有很大的约束，投资项目的成功与否对资金的管理者的报酬影响力是有限的。

微软拨出10亿美元，投资那些有助于推进新的微软因特网服务架构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“.Net”的新创公司，从而促使更多的公司接受自己的标准。进行促进型投资的企业，其主要目的也是考虑战略发展，但是新创公司与企业自身的经营活动没有密切挂钩。英特尔是投资了数百家视频、音频及图形的硬件和软件公司，这些公司的产品中需要用到具有更高性能的微处理器，从而刺激了英特尔奔腾芯片的销量。从朗讯科技公司分拆出去的新创公司开发的技术与朗讯当时的战略不匹配，但随着行业趋势的新发展，新创公司的技术开始占据主流，于是朗讯又将它们购回。在被动型投资中，新创公司与投资方企业的战略无关，与企业的经营活动也只有松散的联系。

第七节　创投市场的暴利时代即将终结了吗

最突出的例子应属在中小板上市的海普瑞。海普瑞在 2010 年 4 月登陆中小板。国际知名投行高盛集团下属子公司 GSP harma 在 2007 年 9 月以 491.76 万美元增资，持有海普瑞药业 1125 万股，后经增资扩股达到 4500 万股，平均持股成本 1.57 元/股；以海普瑞 148 元的发行价计算，GSPharma 在不到三年的时间，净赚 65.89 亿元，获利达 93.27 倍。

同样，去年 1 月份在上交所上市的华锐风电也让新天域等多家机构获得超百倍的账面投资回报。清科公布数据显示，去年 PE 退出账面回报倍数最高的案例为新天域资本退出华锐风电，退出回报倍数为 180 倍。而 VC 方面，年内 IPO 退出案例数量最多的机构为深创投，共有 11 家企业实现上市，平均账面回报倍数 5.73 倍。

中国中小板上市的造富神话的破灭，始于海普瑞公司总裁李锂夫妇的一夜首富事件。原本被看成是中国第一个创业投资市场上的经典，随后却迅速跌破发行价，成为笑柄。有的专家不得不做出分析，认为中国创业投资市场的暴利时代已经结束。乱象丛生的背后，反映的是市场不再有利的现实。

本土 IPO 市场的高市盈率和海外 IPO 市场对中国高科技概念股的追捧，风险投资只要能够提供资金支持，为被投企业 IPO 发挥“临门一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



脚”的功能，即可获得较高回报，这可能是我国风险投资喜欢投资于成熟企业的原因。Bottazzia 等的研究也指出，拥有在相关领域工作或创业经验的资金管理人更有可能成为积极的投资者，也更能够为被投企业提供增值服务。而我国风险投资的资金管理人主要有以下两个来源：一是具有国外留学背景的投资人，二是由本土金融机构转行进入风险投资领域的投资人。具备创业背景和技术背景的资金管理人相对缺乏，这可能也是我国风险投资更多地注重于投资的财务回报而非提供增值服务的原因。

简而言之，中国的创业投资市场更像是为了收回巨大的投资回报而存在，并不重视企业的做大做强，向前发展。布兰德等以加拿大的被投企业为样本，对比了接受联合投资和单独投资的企业，发现接受联合投资的被投企业的质量更好，能够给投资者带来更高的回报。纳哈塔以联合投资的规模和总的融资金额来表示被投企业的质量，发现在控制了企业的发展阶段后，被投企业的质量对风险资本的行为也产生影响。这就是说恶性的市场行为是彼此影响的。很难说是谁更喜欢圈钱。

在各种泡沫的浪潮中，人们当然怀疑这种市场的可持续性，有些人相信这种行为最终将自食恶果。事实果真如此吗?

对于高回报的诉求并不是中国市场的独特现象。美国的纳斯达克市场的新企业的比例已经在逐渐下降，而在 20 年前，新企业还是这个市场的主流。相对而言，尽管新企业遭遇不断的圈钱，受尽冷遇，但存活下来的都成为纳斯达克的骨干力量。今天纳斯达克的市场上，成熟企业占据的份额超过 37%。但这不是企业本身造成的，而是市场的自然力造成的。其中那种圈钱式行为，肯定起了很大的作用。1999 年，纳斯达克拥有近 5000 家企业，资本价值超过 GDP 的一半，即使在 2002 年有所萎缩，仍然拥有约 3800 家企业，资本价值达到 GDP 的 17%。

同时，美国的天使交易网络也十分发达，天使投资人对种子时期的企业发展的作用十分显著。美国政府为了加强这种交易的主体信息沟通也采取了有力的措施。1995 年小企业管理局设立了 ACE－Net，介绍天使投资人和企业的信息。2001 年 ACE－Net 实行了私有化。小企业管理局又设立了 TECH－Net，介绍高科技小企业的技术等方面的信息和资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



源。通过一系列的法律和市场作用，美国市场上的成熟度逐渐上升。特别是天使投资，这种低投入慢增长的风险投资，已经不再参与大规模的造富行为。一来是由于风险投资过度投机损失累累，二来许多风险投资回归理性，开始关注长期回报。

国家发改委2011年正式下发《关于促进股权投资企业规范发展的通知》，从设立与资本募集及投资领域、风险控制机制、管理机构的基本职责、信息披露制度、备案管理和行业自律五大方面，对全国性股权投资企业提出规范要求。有业内人士分析认为，此次新规的两大要点在于，强制股权投资机构备案；备案范围由部分试点地区扩大到全国范围，这标志着我国股权投资“规范化管理新时代”全面到来。

有人建议《证券投资基金法》的修改时把私募基金纳入重点监管的范畴，使其从地下走向地上，通过公开化、合法化、规范化以及有效监管使它有序发展；建立灵活有效的监管体系；健全私募股权基金的退出机制等。

随着国家对创投市场监管和查处力度的加大，以及在市场优胜劣汰法则的作用下，中国创投市场必然会迎来一场革新与整顿，“暴利”时代或将终结。今后的趋势将是社会资金都会投资有品牌、有专业优势的创投企业。

第八节　创业投资，高端好还是低端好

清科举办的“第十一届中国创业投资暨私募股权投资年度论坛”上，尽管不少声音在悲叹PE/VC行业冬天来临，但PE/VC仍看好国内消费行业。包括中金资本在内的多家知名创投认为，中国的内需消费将成为拉动中国未来经济发展的强大动力，高端消费品行业、大众消费品行业都有望获得迅猛发展。

众创投基金虽然齐声唱多中国内需消费，但是在细分行业的投资关注点上却各持己见。在目前经济不景气的大环境下，部分PE更加看好高端消费行业，认为处于此类行业中的企业受金融危机影响较小；另外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一部分 PE 更看到大众消费品行业，他们认为国内的庞大人口外加 GDP 的持续增长会带来大众消费品行业的持续高速发展。概言之，要么高端，要么低端，中端消费则被看淡。

除了上述对物质消费相关的讨论，论坛上各位 PE 管理者还对精神层面的消费提出了各自的看法，大家均认为当国内人均 GDP 到达 5000 美元时，国内的文化类消费会有井喷式发展。这类投资中，旅游景点项目和文化娱乐类项目将是 PE 关注的重点。

创业投资区分什么高端和低端，实在是中国人的一种独特发明。从风险投资的定义看，只有增长的快慢有区别，并无高端和低端的差别。

即使就消费市场领域来说，其实高端市场和低端市场的区分界线也很模糊。例如奢侈品市场表面上看上去很高端，在金融危机后中国消费者成为世界最主要的奢侈品购买群体。从现金回报的角度看，它的回报应该说很快，所以这个意义上创业投资于这类产品应该是属于很有价值的。正因为如此，各种各样的创业投资公司忙于囤积从红酒到路易威登箱包的各类产品，甚至规避法律的代购网站也开始出现。

大众消费品也未必就是低端，以家电下乡为例，在不到一年的时间里，超过 5000 亿产品的市场被体现出来，这个规模和发展速度甚至要远远超过高端市场。用创业投资的角度看，大众消费品的门槛更低，找到合适的突破口，其价值甚至高于前者。中国的电子商务的团购网站之所以受到重视，主要是因为大众消费品的快速增长。

从投资的角度看，高端和低端不是创业投资的选择重点。根据美国市场的规律，大众消费品的增长一直好于高端奢侈品的增长。也因此，直到如今还有创业投资资本愿意将钱投资到零售和消费品领域，这一数字的创业投资的比例大概占到美国创业投资的 8%。相反，高端的奢侈品在美国很少受到欢迎。

从宏观的趋势上看，高端和低端的错误划分可能导致创业投资受到政策影响的风险人为放大。在这一方面必须指出的是，和其他的资本投资活动不同，创业投资活动受到政策和法律的影响要大一些。有些国家，创业投资就等同于政府行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不小心误判产业政策，那么就可能导致产业投资活动全盘皆输。例如在中国，高朋网的被迫关闭，就与错误地将物联网规划和团购过早地连接在一起。而某些网站企图抓住铁路放开的改革机会，提前在网络购票中布线。结果可想而知。

正好赶上产业政策开始，风险投资可能面临退出的压力，对于那些准备长线投资的人们来说，这可能打乱他们的正常部署，过早地撤离，从成本上对于风险投资并不是一件合理的计划。

德勤中国消费品行业全国领导人、审计合伙人龙永雄也表示看好高端消费品行业。他认为，近期经济低迷主要对传统连锁企业影响较大，未来几年国内消费者的可支配收入将会整体上升。因此，珠宝企业、钟表企业、品牌酒公司、4S店及医药连锁企业都会受益于此，值得关注。

中金资本的陈十游则认为，高端品牌虽然有非常高的附加值和毛利率，但是不容易做大规模扩张；而大众品牌拥有更加广大的消费群体，大众品牌的市场可以衍生到全国的大部分地区。虽然现在上游原材料成本上升、下游流动领域成本也上升，但是这难改传统大众消费品的未来增长空间，尤其是一些具有品牌知名度的公司，未来业绩有望持续看好。

从成本和收益来看，风险投资对于高端市场和低端市场的前景预期是存在差异性的。高端市场，成本相对较高，短期收益要好于长期收益。低端市场则成本较低，长期收益好于短期收益。在这种一般的风险和成本考虑上，投资高端市场，那么风险资本万一踏空，可能面临长期巨额亏损的现实，在金融危机后，这意味着雪上加霜。继续投资于低端市场，那些私募基金可能面临现金压力，在监管日益透明的情况下，长期收益的风险也在提高。

第九节 为什么创投青睐二进宫企业

上证报资讯统计，在2011年，截至2011年11月16日，共有224家公司成功过会，其中有28家公司属二次上会过关，而在这28家公司中又有8家在首次上会被否后有新的创投火速抢筹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二次上会企业蕴藏着不小投资机会。2011 年，有越来越多的创投开始重点关注这类筹谋“二进宫”的企业，九鼎投资入股桑乐金、雷石信息投资蒙发利、西鼎投资突击华西能源等都是较为典型的案例。

从现行的体制来看，相比其他 PRE—IPO 项目，二次上会的通过率甚高。2011 年 7 月是企业二次上会的高峰，共有 9 家企业再度上会，而在该月份的最后一周内，更有 6 家昔日 IPO 被否企业齐齐闯关成功。数据显示，2011 年，31 家二次上会企业中，有 28 家均获放行，成功率高达 90.32%。由此可见，高通过率、低投资风险是创投对首发被否企业青睐有加的重要原因。

此外，汉理资本的董事长钱学锋表示，投资一次上会被否企业可谓是“弯道超车”。与长期潜伏且过会与否存在诸多不确定性的拟 IPO 企业相比，投资此类企业具有投资成功率高、短平快等特点。

且此类企业虽然首次 IPO 失利，但与一般企业相比，还是具有一定的优势。直接入股此类企业，可缩小创投的选择范围，避免消耗人力、物力、时间、资源成本。

企业首发被否的原因多种多样，如经营模式存疑、关联交易占比高、依赖税收优惠、历史沿革、持续成长性不佳等。通常关于企业首发的限制性条件都很复杂，就条件而言，多数企业都可能存在很艰难的门槛之战。有些市场，例如纳斯达克市场，对于外国公司的监管，还要进行各种复杂的程序。其中光是投行和审计这两项，就会花费更长的时间。加上法律文书、调查审核，其复杂烦琐，成本之高，有目共睹。因此发行费用在企业首发中各国的证券监管部门都有严格的要求。

对于创业投资者来说，那些特别积极上市的公司，正好是创业投资最佳的对象。这么做的好处之一是缩短时间成本，还可以减少寻找项目带来的种种资源损耗，可谓省时省力。根据相关规定，企业在收到 IPO 不予核准通知书后 6 个月后可以再次递交上市申请，而从受理到上会的时间间隔一般也在 6 个月左右。这意味着创投机构从介入一次审核被否公司，到二次审核获得通过，其时间成本长的在 1 年半左右，而短的仅 1 年，而投资一般项目至少需 3 年左右，就算是投资 PRE—IPO 项目也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



往往需要1年多。

而且很重要的原因还有，显然这样急切上市的企业可能有两个原因：第一是缺钱，上市公司的主要目的之一是加快融资，缓解资金上的不足。对风险资本来说，能够闯关的企业本身就具有一定的潜在价值，否则其没有胆量和资格闯关。一旦成功，对于风险投资来说，注资后退出，或者称为优先股股东都是成功的选择。第二是这样的企业的经营者的素质很高，项目的潜质突出。一些优秀的企业，往往都有扩大知名度，博取商誉的打算，这种情况下，提高业绩和知名度，上市就是最好的办法。不用说，寻找到这样的成熟公司，对于风险投资来说，已经等于成功。

目前正在物色首发被否企业的钱学锋认为，持续赢利能力存疑是公司被否的头号杀手，汉理资本注重的是价值投资和企业的持续成长性，一般由于业绩不佳或经营模式存疑原因被否的企业，他们会敬而远之，除非能找到未来增长赢利模式。他还表示，当汉理资本入股首发被否企业后，会帮助企业看清其中的问题，寻求解决方案，扶持企业再次冲刺IPO。

第一次申报已为企业奠定了一定的基础。材料准备、法律框架、调账，二次上会企业的那些“硬伤”何以在短短时间内尽快获得修复，创投的加入功不可没。除帮助企业解决现有问题之外，创投还可利用丰富的资源优势使企业少走弯路，尽早步入资本市场。

在九鼎投资入股桑乐金、达晨创富入股恒大高新后，有越来越多的创投将目光放在这类可“短线投资”的首发被否企业上。相比正常拟IPO企业，首发被否企业在投资周期短、成功率高的优势下，创投欲见缝插针也无可厚非。

二次上会企业的过会成功率较高，但也存在一定风险。被否企业的信息较透明，参与竞投的创投基金较多，使得引入股份的价格偏高，投资回报有所折扣，容易成为非理性投资，对于风险投资者来说，这是个烫手的山芋。但是就风险管理而言，大规模的风险投资往往对此视而不见，因为他们可以设法通过先上船，后买票，反客为主的手段改造公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本身。

一些企业在引入风险投资的过程中，风险投资意识到企业的本身发展可能受到管理层的阻碍。可能会一步步地利用资本运作，逐渐替换管理层，降低风险。这一点巴菲特和一些重要的投资者，都十分熟悉。在投资的历史纪念中，类似的事情发生的频度很高，可谓不胜枚举。

第十节 为什么VC行业“募投管退”全流程显艰难

“PE退烧”的说法在中国市场上开始突然流行。从VC/PE的“募资、投资、管理、退出”四个环节来看，诸多迹象仍然表明，这个刚刚兴起的行业，正在经历着金融危机以来一个最为艰难的时期，VC/PE已经进入行业调整期，行业整合早已悄然拉开序幕。

VC/PE募资的黄金时代仿佛一去不复返，现在募资明显一天比一天难。随着未来两年VC/PE机构所投企业逐步上市，财富效应将进一步显现，资金将会回笼至LP手中，预计融资市场会再次升温。ChinaVenture投中集团统计数据显示，2011年10月份中国VC/PE投资市场共披露8只基金募资完成，募资规模仅有7.37亿美元，9月份募资更是低至2.92亿美元，均远低于7、8月份基金募资完成规模。全球经济依然面临二次探底风险，短期内难以回暖，未来LP投资也将趋于谨慎，预计明年VC/PE基金募资形势将更加严峻。

从投资角度看，募资已经十分困难。

PE募资难，投资也不容易。投资节奏步伐放慢有多方面原因：一是优质项目源越来越少，PE机构的能力和水平的要求也越来越高。这主要是前段时间投资市场资金大规模涌入的后果。二是投资入股价格仍然居高不下。前全民PE热潮的余温尤在，二级市场低迷情绪并没有迅速传导到一级市场，造成投资入股价格仍然较高。三是恶性竞争导致项目签约难。

2011年流行一个说法，一些企业遇到的困难超过了2008年金融危机。的确，国内外经济环境不断反复、充满变数，企业的生存和发展难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



度加大，不仅仅受订单减少的影响，同时成本上升、银根紧缩、人民币升值等因素也给企业发展带来了严峻挑战。VC/PE 所投资的大多数是中小型成长型企业，中小企业的重要特点就是抗风险能力相对较差，在这样的艰难环境中，如何帮助所投项目生存发展成为 VC/PE 重点关注的内容。展望后市，业内观点认为，随着二级市场效应传导到一级市场，投资入股价格会逐渐有所下调，加上行业加快洗牌整合，一大半 VC/PE 机构将会淘汰出局，市场会逐渐回归理性。

深圳一家知名本土创投机构负责人介绍，创投在投资项目时，一般都会对企业进行风险评估，衡量企业未来三年内遇到困难的情形与可能采取的对策。在该机构投资的一百余个项目中，出现重大问题的几乎没有，但这些投资项目，或多或少存在一些需要解决的问题，而投资机构所要做的，就是做好增值服务，让所投项目活下来，发展下去。继续投资，这个企业可能会生存下来，按照原来的计划发展并逐步推进上市进程，但投后也会有风险，也可能达不到预期目标，企业的发展受许多因素影响。

VC/PE 投资节奏放慢后，有一个好处，就是创投机构可以沉下心来为所投企业做更多的增值服务。增值服务中，重要的是帮助提升公司治理水平，推进营销渠道建设，帮助企业融资等。此前，许多机构都强调增值服务、投后管理，但投资节奏快的时候，大多都顾不上，如今，有不少品牌创投机构会有序安排投资经理加强项目投后管理，这对企业是好事，对于 VC/PE 而言，有利于加强项目管理，控制项目风险。

国内一家专注连锁产业基金并购的 PE 机构负责人表示，帮助被投企业推进上下游产业并购是绝佳机会。他介绍，他们最近在帮助一家连锁超市对其上游供应链中的几个企业进行并购，一旦并购成功，可以增强该超市的赢利能力。

对于 VC/PE 而言，投资项目 IPO 退出是最佳选择。然而，由于 A 股市场持续低迷，市场对发行节奏颇有争议，不少创投认为，一旦 A 股发行节奏变慢，甚至于停发，对于创投机构而言，其影响不容低估。应根据退出的市场环境来管理投融资行为。募资方面，拉长周期，平抑风险；投资方面，更多专注于早期项目投资，规避价格战，争取多做明星

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

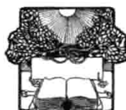


项目。

退出的另外一个方面，是已上市项目通过A股市场减持退出。人民币基金主要采取有限合伙制的形式，创投机构是财富管理机构，为投资者获取高回报是其工作的重中之重。然而，目前A股市场仍然较弱，对于大多数创投机构上市项目而言，当前股价相较发行价或上市首日股价降幅明显，市值缩水严重。卖还是不卖，对于VC/PE而言都是问题。不卖不行，由于一些基金有回报要求，需要出售部分股份给LP分红，需要给LP信心；但卖出，对于GP也好，对于LP也好，都意味着赚的钱相较此前，回报率降低了不少，对于GP而言，还意味着品牌价值的降低。有业内人士如是说。

一家老牌国有创投负责人透露，目前该机构正在与一些二级市场投资机构商谈有关市值管理方面的业务，其主要目的就是希望减持时能有更高的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十五章
机构投资者是阴谋家还是愚蠢者

第一节　机构投资者比个人投资者更有优势吗

贝尔斯登 2007 年 7 月 18 日在一封信中称，该公司旗下两只基金——高级信贷策略杠杆基金损失惨重，高级信贷策略基金的价值也所剩无几。后者仍有资产可抵押亏欠贝尔斯登的 14 亿美元。在 2007 年 6 月份，第二只基金也陷入次级抵押债泥潭之时，贝尔斯登曾向其提供了 16 亿美元的应急资金。

两家基金的共同管理者，资深基金经理拉尔夫·塞欧菲希望通过投资高利率的贷款担保证券来降低风险，因而带有“高级”的标签。纽约对冲基金分析师彼得·普罗特称，“人们会产生越来越多的风险厌恶。”

两只对冲基金的投资者有高盛、美林、摩根大通等华尔街知名投行。美林公司宣布将拍卖其持有的约 8 亿美元该基金抵押债券，而高盛、摩根大通等也纷纷表示要赎回相应的基金份额。这是华尔街曾经的五大投行之一的贝尔斯登倒闭前一年的重大新闻事件。贝尔斯登的分析师们相信，此时他们的投资仍然还是最好的，至少比那些普通人还要高明得多。

直到贝尔斯登倒闭前一个月的公司会议上，作为这个巨无霸的核心人物公司 CEO 艾伦·施瓦茨镇定地说：“这些（指谣言）只是一堆噪音而已。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



麦克·明尼克斯这位65岁的公司元老用很多时间去应付客户，其中一些人已经从他们在贝尔斯登的账户里提走了不少钱。

明尼克斯打断了老板的讲话问道："你知道现在发生了什么吗？现金正在流出我们的口袋，我们的客户也在流失。"

如果重复一下这么有趣的场面，人们就会考虑一个问题，这些机构投资者，投行的头头脑脑真的就比普通人聪明，他们在投资中的决策就比普通人高明吗？

答案是否定的。个人投资者可以自己去做调查研究，会更加用心、更加专注，更容易成为某个行业或领域的专家；决策会更加快捷、灵活，更加具有隐蔽性。机构投资者趋于正规和专业化，至少大家都在使用同样的游戏规则，都是以研究公司基本面、发掘公司价值为主要投资思路，股票市场也因此会变得更有效率，将资源配置到那些真正值得支持的领域。

不过，正如我们早先指出的基本面选股多多少少只是一种骗术而已，并不能真的有效。这些投资者的优势的确存疑。然而，对于老百姓来说，他们分享股市回报最稳妥的办法就是去购买共同基金。

机构化并不会出现"消灭散户"的情况。个人投资者依旧会是股市里不容忽视的一支力量，而且那些有能力掌握专业投资知识的个人投资者的数量也正在不断扩大，他们与机构投资者相比，有着自身独特的优势。即使是在信息方面也是同样的。投资者宣传基金经理们所拥有的种种优势，比如市场信息的资源和工具之丰富是普通投资者所不具备的。机构可以每年花费几十万元订购各个行业的数据库，及时了解各主要产品的价格、产量、出货、进出口变化；由于有资金保障，基金经理可以随时走访感兴趣的上市公司，了解第一手资料；他们还可以花钱邀请行业专家甚至政策制定者来讲解行业发展趋势。这就是基金宣传者们口中的信息优势？

这些做法对于基金经理的业绩有什么特别的帮助吗？超过基金经理的优秀个人投资者大有人在，基金经理在大多数的情况下的业绩甚至还低于大盘的平均水平。为什么？

第一，机构投资者们的规模和业绩之间存在冲突。管理大规模的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金需要做大量分散化投资，可能持有几十只甚至上百只股票，很少可能将资金押在几只表现最好的股票上。在风险可控的前提下获取尽可能大的回报；为投资者创造稳定可持续的回报是他们的首要目标，因此他们不能承受过大的风险，业绩表现往往很难超越市场的平均水平。他们很难有动力进行深入的冒险活动。

第二，机构投资者在智力和经验上的表现平平。据哈佛经济学家的统计，他们的分析水平和决策也是十分平庸的，甚至出现滞后市场的反应。从某种程度上讲，因为他们顶着给投资者业绩回报的长期压力，比普通投资者更容易犯错误，智商不是确保投资成功的关键要素。

第三，基金经理并没有在责任上的特殊压力。因为基金经理是“代理人”的角色，即他们运作的钱不是自己的钱，他们的收入与给投资者的回报多少没有直接的关系。有时候他们会在宽松的时候，不把风险当回事，做出愚蠢的决策。通常基金市场90%蒸发的市值就是这种行为的结果。

第四，基金的决策流程十分保守，主动型基金并不占优势。基金经理自己不会直接去做研究、做模型、写报告，他们依赖于内部和外部研究员的支持。开始搞调研、做模型到完成报告至少需要一个月的时间，基金经理投资策略至少又需要一个星期，提交基金投资决策委员会通过又至少需要一个星期，获得批准开始建仓时这只股票的价格恐怕已不再诱人了。这几乎是最低效的体系，赶上基金经理不愿意采取对冲手段，这样的报告基本上形同废纸。

第五，基金经理无法专注。基金经理们较普通投资人在思考时并没更有效率，投资的复杂性在于每项投资背后所需的行业知识背景都不相同，很难要求基金经理们都是所投资行业和公司的专家。往往是对行业和公司信息做出更加全面准确的判断很困难。

第六，其他内外因素的限制。除了投资决策过程长外，基金赎回和申购的波动会导致基金经理投资时进退维谷。影响他们心绪的一小半原因来自于股票价格的变动，一多半原因则来自于基金份额的涨落。而基金投资行为的透明化也使他们更容易被暗箭所伤。

作为个人投资者，唯一需要加强的就是对投资知识的学习和对投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常识的掌握。哪些市场信息需要关注，这些市场信息意味着什么，以及什么股票在什么阶段值多少钱等，对此进行判断所依据的理论基础和逻辑基础应该说是全球通用的，真正掌握了它们，个人投资者战胜基金经理并不是难以做到的。

第二节 机构投资者“心智健全”吗

“在每一次运动中，专业机构都积极竞购股票，这并非因为他们觉得根据坚实基础理论所购股票被低估了，而是因为他们预计会有更傻的傻瓜以更高的价格从他们手中接过这些股票。”

这话是马尔基尔的名言。机构投资者不是自己很聪明，而是相信有比他们更笨的家伙上钩。于是，从理性的角度看，不得不怀疑机构投资者的心智程度是不是停留在幼年时代。

从许许多多的购票泡沫潮中，人们可以感受到机构投资者的推波助澜和自我攻击行为的重复危害。

1979 年的一期《商业评论》曾问道：“股票死了吗?”就在这之后不久，一个为期 18 年的股票牛市正式启动了。更近些的例子是，《巴伦周刊》在 1999 年沃伦·巴菲特做封面的那期杂志上曾问：“到底怎么了，沃伦?”并且哀叹巴菲特对技术股的厌恶。但三年之后，纳斯达克的下跌超过了 60%，伯克希尔·哈撒韦的股票则增值了 40%。

每一次这种令人感慨的行动中，之所以让巴菲特先生轻易言中，不是因为巴菲特的决策特别的高明，只是因为一群自以为之的机构投资者在幻想别人能够被他们带到阴沟里。

在 1979 年的股票低谷中，机构投资者谁也不愿意出手，等着最后一个倒霉鬼经手，然后他们从砸盘中获得最后一点收益。这和吃最好的晚餐时同样的心理。不过因为所有的机构投资者几乎都在这么比傻，等着更傻的。在等待中他们错过了接收最有价值的股票的机会，很快当价格出现反弹的时候，他们的行动迟缓的误判，继续影响他们的大脑，随后某些经验的东西会胜过很多奇闻轶事。晨星过去数年所进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的一项研究证明了这一点，观察许多不热门的基金的表现也说明了这一点。在看了什么基金种类能吸引最多的资金和什么产品品种经历了最大的赎回之后，我们发现结果很有趣。除了那种在过去 12 年间以每 3 年为周期翻倍滚动的资产品种之外，人们所厌恶的资产的表现都超过了人们所喜爱的资产。

一个投资者 2000 年年初购买了 3 种人们不喜欢的最不热门的基金品种，人们预期未来 3 年中他的投资收益可能会很差。最终受益比平均每年损失 15%要好得多，而且还远远领先于那些当时很热门的基金品种，因为这些基金过去 3 年中平均每年下跌了 26%以上。

基金经理们正在商量着牛市中内耗的做法，他们等待人们在狂热中犯下错误，不惜下工夫在那些最热门的基金品种，做好各种卖空的仓位，等待投资者进入陷阱，随着加入游戏的基金经理的增多，这个坑居然被基金经理们自己填平了。

几年前，当人们经介绍买了掌上电脑以后，有谁不认为掌上电脑是一项伟大的投资呢？看起来似乎很合乎逻辑，但这个好产品不一定会转化成利润。掌上电脑是一种手持管理工具，界面友好，使用容易，而且买得起，但消费电子产品并不是一个有吸引力的生意，利润很薄，竞争激烈，很难产生持续的利润。

掌上电脑在 2001～2002 年两年间损失了数亿美元，在 2003 年中期，掌上电脑公司股票的股价比 2000 年开始上市交易时下跌了 98%以上。

可是这种噱头在机构投资者眼里，正是他们给下一个傻子预备的陷阱，在这种无时无刻的渲染性质的非理智行为下，你很难看到基金经理们在那些新技术或者真正有价值的股票那有什么理智的表现。

巴菲特在投资中尽量避免犯这样的错误，20 世纪 60 年代对伯克希尔·哈撒韦的投资（当年主要以纺织业为主）给了巴菲特非常大的教训，20 世纪 80 年代他被迫将持续亏损的纺织业务关闭。这形成了巴菲特非常重要的投资准则，即投资于保持一贯经营原则的公司，避开陷入困境的公司。不要高估自己，指望自己比该公司的经营者做得更好，能够扭亏为盈。“我和查理还没学会如何解决公司的难题，”巴菲特承认，“但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们学会了如何避开难题，我们的成功在于我们集中力量于我们能跨越的一尺栅栏上，而不是发现了跨越七尺栅栏的方法。”

毕竟，机构投资者这么做有他们的理由。他们的基金总是慢半拍，全因为顾客有最低风险要求。为此，除去保守，守株待兔，布设陷阱外，他们不可能采取主动进攻的方式。这会招来客户对于基金的未来的担心，当大规模的赎回出现的时候，基金的生命也就结束了。从他们的基本生活看，他们理智健全，就要付出失败和被斥退的风险。

即使他们有足够的理性，他们的产品的武器也不够健全，你不可能让一个保守思想遍地的人主动驾驭进攻形式的武器，这对他们来说是个难以理解的东西。

第三节 为什么机构投资者是市场的风向标

创业板与主板性质不同。就股票投资风险而言，在对中国创业板前景看好的前提下，对于个股风险的考虑应优于对市场风险的考虑。对于个体投资者而言，真正具有专业投资知识和分析能力的投资者毕竟是少数。而作为一个创新企业，在创业板上市后，其二级市场的表现要比主板上市公司更加难以判断。创业板上市公司中，多数属于创业阶段，规模小，技术管理和市场需要一个成熟化的过程，公司整体抗风险能力较弱。因此创业企业在这一阶段其创业板市场的风险性表现比较明显。

创业板投资注重个股，而机构投资者在上述几方面的研判上都占有绝对优势。由于其利益重大，他们会花大价钱请一流的人才进行市场和个股研究。与主板一样，创业板市场力量对比表现为机构投资者处于绝对优势。因此基金持仓对普通投资者有比较大的参考价值，投资者应密切关注其持仓量的变化。因为创业板投资的风险性对大资金也一样，大的投入一般也意味着有大的研发成果作基础，基金也不会轻举妄动。因此，投资者在创业板市场投资时应该巧借他人智慧。

这些言论似乎在说明一个观点，在某些市场上，机构投资者这条大鱼，是整个股票池子的绝对统治者。因为力量的对比，所以他们成为绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对的主力，显示市场的一举一动，重大改变全系乎一身。

为什么机构投资者也经常被看成是市场的风向标呢?

除去上面所说的力量对比，靠体重引发恐慌外，还有别的原因。经济学中关于投机者是市场偏离的“缓冲器”还是“放大器”的争论，是一个没有确定答案的老话题。

永远的乐观主义者，米尔顿·弗里德曼认为人们发现了异常现象，人们就会追逐，从而限制了异常现象走得更远。有时候，投机者会增加市场的波动性，而有时候他们却能减弱市场的波动。最重要的一点是，投机者不会改变市场的总体趋势。与投机相比，政治决策中的内在压力才会真正地驱动市场变化。

基金经理就是这种尴尬行为的主要执行者之一，他们的确投机，不过投机的时候，总是因为自己的异常举动受到大量人群的跟随，自然可能降低市场的波动。因此好的观察者相信被基金追捧的都是波动稳定的现象。

索罗斯在1992年打败英格兰银行的观点，是极其荒谬的。英镑脱离欧洲汇率机制会不可避免地崩溃，这是因为他们当时想竭力维持10%的利率水平而经济只需要5%的利率水平。这时候基金们之所以穷起攻击，只是因为看见了索罗斯的那杆大旗。

其次，基金经理们的市场风向标是自己的牟利工具之一。“最喜欢的交易”这个点子来源于那里。你点滴搜集与一个交易有关的每样东西，那么它就将真正有助于你与众不同，有助于你了解某些人的一些事情。它有助于你知道他们是否想干大事情。一个人最喜欢的交易具有赚取2%收益的可能，那么你就知道这个人永远不可能成为一个大玩家。一个人能够赚取20%～30%，那么你至少知道你想招的人可能有点希望了。“最喜欢的交易”这个概念，抓住了应聘者思维过程的大体轮廓，并且你也可以知道那个人的特定信息。

基金经理的风险偏好是中性的，既可以持有多头，也可以持有空头。低利率和低收益那个过程发生，那么资产价值将面临挑战。这就是通向通货紧缩的崎岖道路。不幸的是基金经理们通常就是些只有2%收益就满足的人，最有野心的也不过30%，为了达到这个目标。他们会不择手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



段提高知名度，因为显然增加费率是通过基金排名以及人们的追随实现的。每增加一个人，通常基金的报酬管理费也会增加。明星对冲基金经理的业绩会受到影响吗？

市场上只存在唯一的交易员，而所有的资金都集中在他手里，这样的话赚钱就会变得很难。问题在于资金量的大小肯定会起作用。资金何时以及在哪里起作用取决于个人，而这在某些方面又取决于交易风格和个人的胃口。一些人拥有的交易风格和个人胃口使得他们能够在没有太多麻烦的情况下，进行数十亿美元的交易。

最后，基金经理们要把自己的多样化投资变成现实的确很困难。评估和量化到底多大部分的投资用于股票，多少部分用于债券，这是个艰难的决定。多数经理人对此茫然无知。大多数人在用一种错误的方式撰写那些月度报告。他们应该把写月度报告的目的当成是一种自我净化。撰写报告是一个净化梳理的过程，有很强的纪律性。报告的目的不只在于劝服别人，也不只是为了被选中。因此，报告不应该被写成是华而不实、似是而非的东西。你写得越诚恳越真实，那么对经理的价值就越有用。但通常这么做的经理很少，道理很简单，对于某些人，这么做有用吗？

第四节 为什么机构持股时间越长，股票波动就越低

巴菲特坚持投资而不是投机的原则，他一直奉行长期投资，远离短线炒作的做法。许多统计研究表明，巴菲特的成功，不是通过在股市上高抛低吸、快进快出实现的。人们幻想通过快进快出、短线炒作，每年赚个50%甚至更多，那一定不会“痛并快乐着”，而只能导致“累并痛苦着”。

有位美国基金经理久仰巴菲特大名。可是在他和巴菲特详细交谈后失望地说，巴菲特只不过是一个“业余投资者”。巴菲特的主要精力是在股市外。巴菲特的主要精力不在股市上而在股市外，倒是非常准确的。因为巴菲特大部分的时间花费在拜访公司管理人员，看财报上，和普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人没有什么差别。但问题是，巴菲特的“业余”已经达到一个无人能及的地步，这才是需要这位基金经理好好总结和学习的。

从长期来说，只要买到一只具有成长潜力的股票，可以肯定的是成长可以战胜增长。这就是巴菲特的格雷厄姆投资方法的精髓。对于多数的股票基金管理者来说，他们也同样认同这一点，在保守型的策略下，机构持股的时间越长，股价发生大幅波动的机会也就越低，甚至会出现持有越多，涨得越多的现象。

这其中的原因究竟是什么呢？为什么大规模资金按兵不动，可以取得更好的业绩，更稳定的股票投资收益？

首先是投机的波动比投资大。2005 年 5 月 24 日，伯克希尔公司所属中部美洲能源控股公司宣布，将以 94 亿美元的代价，从苏格兰电力公司手中收购美国西北部最大的电力供应商太平洋公司。这项决策是伯克希尔公司 1998 年收购通用再保险公司后的最大一项投资，人们认为巴菲特也开始投机了，这是人们的误判。因为巴菲特根本想要的不是电力供应公司本身。

2005 年 4 月，美国能源价格上涨，为 24 个月以来的最大月涨幅。所以，这项决策给人的感觉是，巴菲特在能源危机一触即发之际想趁机跟风炒作，这难道还不是投机吗?!

这确实不是投机。这样说的理由是，伯克希尔公司通过投资、经营能源基础性产业，增加能源供给；而不是趁国际原油市场价格波动的机会反复进出，以获取巨额利润。

其次，波动在长期随着股票的内在价值被发现而稳定，甚至消失。这不是空穴来风，一百年来，价值投资的成果令人印象深刻。凡是被价值投资盯上的大牛股，如今都已经消失了。因为它们的价值基本上已经被发掘光了，巴菲特说，最好的办法不是你去主动收购股票，而是等待股市主动“把股票交给你”——他的一贯策略是，悄悄地以一个普通投资者的身份逢低建仓，不露声色，这时候买入的股价最低。

巴菲特认为，许多公司虽然很赚钱，可是赚到的钱需要不断投入设备更新改造，到头来这种赢利聊胜于无。他在收购白沙纺织厂时总结出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来的，那是他第一次收购上市公司，当时还缺乏经验。结果收购这家公司后，每年的赢利都要投入到设备中去，就和把钱存在银行里，永远不能取出利息来相似。

最后，价格本身的规律性导致股票的长期价值是很稳定的。这一点主要是利用内在有效价值原理。在巴菲特的家乡奥马哈市，有家全国最大的家庭用品商店——内布拉斯加家具店。1937 年，罗斯·布兰肯女士投资 500 美元创办了这家家具店，然后坚持“价格便宜、实话实说”的经营策略，生意蒸蒸日上。

巴菲特看在眼里，记在心头，认为这样的经营策略正符合自己长期投资理念，于是决定集中投资于这只股票。1983 年，伯克希尔公司收购了该家具店 80％的股票，其余 20％留给布兰肯家族。这时候的罗斯·布兰肯女士虽然已有 90 高龄，可是仍然坚持每天上班，没有休息日，公司总裁由她儿子担任。要知道这是一家什么商店呵，营业面积仅仅只有 20 平方米，年销售额却高达 1 亿美元！

巴菲特说，他从来不关心股票市场的短期波动。虽然大多数投资者对股市下跌都会感到难受，可是他却仍然像过去那样镇定自若，因为他自信比市场更有能力判断一个公司的内在价值。

正是出于这种自信，促使他坚持长期投资策略。从某个年度看，他的投资收益率可能并不怎么出众，甚至还有许多投资者不把它放在眼里。可是从长期看，年年都能获得超过 20％的投资收益率，这样的复利作用就不得不令人惊叹了。

人们很难判断说股票的价值是不是处于内在价值之内，这个时候只有在长期观察中才能做出判断，而这个时候长期持有才会有明显的判断依据。

第五节 机构投资者跟散户思维完全相反吗

2007 年 2 月 28 日，巴菲特在写给伯克希尔公司全体股东的一封信中，特地向大家介绍了一位十分成功的投资者许洛斯。早在 1984 年，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



菲特就针对许洛斯骄人的投资业绩进行公开讨论。

巴菲特说："我们的对手被告知市场的不可控性，他们甚至都不用去试。从自私的角度讲，我们或许应该捐助些椅子，确保有效市场理论永久地教授下去。"

这些数以万计的学生进入社会后，由于对有效市场理论坚信不疑，认为每天的股价都是"正确"的，对任何股票的内在价值进行评估都是"不必要"的，从而使得许洛斯有机可乘，能够持续地超越股市投资平均回报业绩，并且在1956年到2002年的47年间取得巨大成功。许洛斯唯一的合作伙伴是他的儿子爱德文，居然没有秘书、职员和财务人员。有效市场理论在当时大多数主流商学院的投资课程中，都是一种主流观点，而许洛斯的投资经历恰好能推翻这一观点

不管巴菲特自己愿意不愿意承认，他的确不知道商学院的有效市场理论到底在说什么。反正从他的言论中可以看到一点，机构投资者和散户的思维并不是不一样的。1989年，《杰出投资人文摘》记者采访时问许洛斯，他的投资法则该如何归纳总结？爱德文说："我们只是努力地买便宜的股票。"对于他们来说，什么现代投资组合理论、技术分析、总体经济学派以及其他许许多多复杂的运算方法，一切都好像是多余的。包括巴菲特的思维和普通人也没有什么本质差别。

巴菲特特别提醒大家：许洛斯并没有读过商学院，因而没有受市场有效理论的影响，这是"非常幸运"的。

在20世纪90年代，中国股市曾经活跃着很多大户，一些机构投资者联合券商，打了一场漂亮的"消灭"大户的歼灭战。先是利用大户的贪婪和盲目自信，由券商向他们融资，最后由机构投资者先往上拉股市，引诱他们跟风，再狠狠地把股市打下来，大户纷纷爆仓了。机构比起散户拥有更多的信息来源，有可能知道一些内幕消息，有能力组织调研，雇佣的"打手"（研究员和分析师）的综合素质都比散户强。

这种说法被吹得神乎其神。仿佛中国也是巴菲特的第二故乡，一天之内诞生了无数的高级基金经理人。其实机构投资者固然资金实力强，不过操作这些资金的不是机器，而是一些同样具有散户思维的人。公募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金或是保险公司，他们的操作手法可能比散户还要业余，更不大可能体现出非常长远的眼光。散户们喜欢追涨杀跌，这些剿灭大户们的小公司，其实何尝不是这么干的。

在当年的搏杀中，在战术上双方使用的是同样的追涨杀跌，只不过相对于大户们，基金们实力更强些，再配本中成本的忍受能力高于大户，这样无法撑下去的大户们就不得不一个个缴械投降。基金采用相反的手段和大户们对阵，倒有可能因为行动缓慢被大户落在后面。

巴菲特平时酷爱打桥牌，他特别喜欢读一本名叫《你为什么会在打桥牌时输》的书。他在解释股票投资战略时说，股票投资和解决桥牌问题的方法一样，目的都是为了估算出真正的概率。

巴菲特的主要投资获利来自风险套购，而这也是金融领域最主要的投资做法。可是要知道，风险套购时用得最多的就是概率。他说，他的职责就是分析这些已经宣布并购的事件实际发生的概率大小，然后计算出损益比来。他平时非常喜欢用主观概率的方法来说明他的投资决策过程。

一个普通人同时如法炮制，却经常做不到巴菲特的成绩。这是为什么呢？尽管全世界巴菲特的投资书有数千种，可是没有一本书能解释，为什么美国只出现一个巴菲特而不是更多的人。

说到底，基金也好，长期价值投资也好，都不过是一种特定条件下的现象。也许并不能为每个人所适用。影响上市公司内在价值的因素多种多样，既有宏观的，也有微观的，没有人也不可能有人会用精确的数学模型来得到结果。所以巴菲特认为，在对企业内在价值评估的时候，越简单的方法越有效。这一点很像谈恋爱，恋爱是不能用脑子的，而应该用心来体会，衡量一家上市公司的内在价值，也是如此。

巴菲特是正宗商学院毕业生，他对学院派的那套理论非常了解，也非常反感。他说：“（商学院）重视复杂的过程而忽视简单的过程，但是，简单的过程却更有效。”

机构投资者和散户一样，并不知道确切的战略到底是什么，他们唯一能做的事是在不同的场合，套用各自的习惯战略而已。实际上，在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个零和的世界里，股票的猜测战略是无效的。

第六节 机构投资者只注重技术分析吗

与布林格的交往过程中，中国学生使用他的系统测试了中国的股指、股票及商品期货，结果要比美国市场好。原因在于，中国证券市场有效性相对较弱，同时在股票现货市场上的套利交易、程序化交易者，相对于美国市场要少得多，在一个相对纯洁、噪声较少的市场中，他的系统在中国又比较少用，所以准确性要高得多。

布林格的交易哲学是，通过他的系统寻找可以最低风险买入的证券，一旦买入，就一直持有到可以卖出的价位，同时最大限度地拒绝错单的存在，一旦发生不符合预期的情形，马上止损。

老生常谈的是，基本分析帮助我们决策购买何种股票，而技术分析则让我们把握具体买卖的时机。但布林格的做法，其实是以技术分析的外衣包罗了基本分析的内核，是实实在在的一种理性分析。

基本分析法着重于对一般经济情况以及个别公司的经营管理状况、行业动态等因素进行分析，以此来研究股票的价值，衡量股价的高低。而技术分析则是透过图表或技术指标的设计，研究市场过去及现在的行为反应，以推测未来价格的变动趋势。其依据的技术指标的主要内容是由股价、成交量及其K线组合等数据计算而得的，于是有人误认为技术分析只关心证券市场本身的变化，而不考虑会对其产生某种影响的经济方面、政治方面的等各种基本因素。

技术分析有三个基本假定：一、市场行为（股价、成交量等）包容消化一切；二、价格以趋势方式演变；三、历史会重演。这些假设包含了对基本要素的考虑。我们经常听到媒体用基本面因素解释资产价格涨跌，如因为美国就业数据向好，今天道·琼斯股票上涨，而第二天就可能跌回去，显然两天之内就业数据没变，实际只能用技术分析来解释了。

布林格认为，因为技术分析能力的高低，结果非常悬殊，所以，学习技术分析，需要付出智力、体力和精力，还得经过较长的时间，这需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要有恒心，有毅力。无论如何，相对于片面的基本分析捂股策略，股市的技术分析要高明得多。特别在股指期货时代，技术分析是必不可少的技能。我们绝不能由于自身技术不精而片面否定技术分析的作用。

不过由于技术分析出现的十分频繁，许多人以为基金经理也喜欢用各种技术分析，而且专业的水准决定了他们只会用精确的技术分析来判断市场的一举一动。理论上说，这是一种错误的说法。

基金经理人通常会用两种技术，一种是基本面分析，一种是技术分析，而且不同的人这两种技术的使用程度也不同。有的人使用的范围要大些，有的则少些。有的很娴熟地使用，有的则只是某些情况下使用。

之所以将两种技术混合使用。这是因为市场往往有其特殊的复杂性。不是依靠一两幅的图表和数据就能完全说明的。基本面分析适合长线投资者，只有长线投资按照基本面来选择才是合适的，一只好基本面的股票并不一定就是在一波上涨中立于潮头，也不完全可以抵抗大盘风险。但是基本面良好的股票是可以持续为投资者带来收益。

技术分析适合短线投资者，只有短线投资才会去分析趋势，技术指标是按照一定的公式来计算的，这个公式是最近值计算得来，它的结果也是将要发生的预测，人们无法用今天的技术指标去预测一个月后的趋势。

相对于定量的指标来说，通常只有依靠技术分析，才能获得大致准确的答案。而要预估宏观形势的话，有赖于定性的指标，这时候只有基本面技术才能派上用场。

通常两种技术的使用，也是仁者见仁，智者见智。有些人擅长在报告中熟练使用这类手段，但在实际交易中却偏向完全使用直觉。这在投资中的案例也并非没有。还有些人只会机械地使用这些技术指标，他们的答案往往也是机械不堪的。

单纯的基本面操作具有很大的风险。基本面的变化和价格趋势变化之间往往存在一段时间的间隔，可能几天，也可能几周甚至几个月，也就是说价格趋势的变化滞后于基本面的变化，而期货市场是 10 倍放大效应，没能等到价格趋势发生变化，这段时间就足以把你赶出这个市场，没有翻身的余地。到目前为止，国内的期货投资机构一般比较偏重于技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



术分析，对基本面的研究投入较少。

单纯的技术性交易具有很高的成本。技术分析的结果不具有确定性，做的是概率事件，虚假突破大量存在，无效交易信号经常发生，回避和改正的办法就是不断地止损。从这个角度来看，技术交易就是不停地用止损去寻找机会，用赔的钱去寻找正确的方向。对于一般的投资者来说，大量的资金消耗在止损里，获得的利润也被止损抵消；重要的是，多次止损可以把一个人的自信心打消，投资决定变得犹豫不决，从而错过了许多机会。

第七节　底部都是机构砸出来的吗

2011 年 10 月 11 日，宁波韵升出现 3 家机构卖出。次日，公司股价就大涨逾 6%，10 月 14 日，公司股价回到了 11 日大跌前的情况。在 11 日当天，营业部席位的买入量就远远大于机构的卖出量。10 月 11 日，中成股份涨停。一家机构位列卖出榜第一，但第二日，股价继续涨停。而中环股份 11 日跌停当天的卖出前五名均是机构，但第二日股价就大涨 9%。

之所以出现如此剧烈的涨跌波动，只能有一种解释：市场上存在机构砸盘的行为。“这从逻辑上说得通，但操作难度很大。”一位阳光私募基金经理认为，私募也是拿别人的钱炒股，但至少与客户见过面，必须对其资金负责。但基民为数庞大，基金经理能认识几个客户？再加上缺乏责任心和严格的监管机制，砸盘吸筹不是不可能，但由于机构数量众多，要想做到整齐划一很难。“这就是一场博弈。谁能保证砸盘的机构就一定大于买入的机构呢？”

真实的事情可能比砸盘本身还让人出乎意料。一切机构，不论是何种基金经理，甚至保险机构，都具有这种强烈的砸盘爱好。无论是公募还是私募，对冲基金，还是保险公司投行，在这方面从基金本身的操作性质来说，这类行为并不一定是砸盘，倒可能是护盘的行为。

通常基金经理们是由很强的考核压力的，这在他们是家常便饭。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过每年的接近年末考核的时候，通常也是基金经理们最乐意在业绩表现自己的能力的时候。这个时候对于明星基金来说，争取大位长保的关键，一是全年和年末考核前做一系列大单。二就是给近距离竞争的对手点颜色瞧瞧。通常这两项行为必须分开执行，因为行动太密集，可能不容易分出什么是业绩表现，什么是竞争能力。

在这种心理的驱动下，基金经理通常会对重仓股进行下手，高拉低抛的手段屡见不鲜。高拉的目的，本身就是挑动挑战者的神经，迫使对手迎战，对手实力不足，就可能因为败下阵来，颜面扫地，老老实实做好自己的位置。对手实力很强，硬撑着不下，机构投资者就会准备好弹药，更大规模地砸盘，然后迫使重仓股下跌的幅度增加，直到对手放弃为止。

由于基金的策略往往滞后，所以像上面的行为同时看清还是很有难度。一般不是专业的基金操盘人员，很难分清是在抬高价码，还是砸盘教训对手。这奇特的行为也形成基金的年报考核循环。每次年报考核通过后，大型的基金会迅速地砸盘，各种方式不一而足。

在市场上，同机构比起来，散户的资金占有的份额极少，这导致所有的砸盘行为和各类散户的初衷相悖。机构砸盘后，人们也称为故意筑底现象。其目的，对于散户来说，这是吸引散户们投资，同时宣告自身的资金管理实力。另一种则相对简单，完全是表现给对手的，他们采取这类手段，用最低价来保证砸盘后价值的稳定。

基金的行为具体在多大程度上带有主观意图性质，这也是学术界反复争论的问题。有些经济学家相信，这和基金经理人的动机没有关系。按照他们的想法，这无非就是一种行为，即使有些经理人阴谋砸盘，那么理由也应该是这种行为能够带来利润。事实研究的结果是，基金经理们只是在大小多少这样的数量上有点分辨力，其他的时候只有长期持有某种类型的基金才会获利。小基金经理则干脆出现和大盘走势相反的情况，别人跌的时候，他反倒涨，他涨的时候，大盘跌。传说中的基金经理业绩一枝独秀的说法，其实并不是排名前几位的明星基金，而是些名不见经传的小人物创造的。

这时候误打误撞的相信基金经理阴谋砸仓有点说不过去，因为通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这只能是大资金的活动。所以理论上底部可能根本不是机构做出来的。

那么到底是谁让大盘出现巨大的震荡的，也许答案还要从一些非理性的行为找起。比如羊群行为，大型基金的经理可能起了很坏的带头作用。在不知不觉中，导致喜欢追随明星基金的个人模仿其行为抛售。这时候就会出现大规模的基金资金的转换，很有可能在同一时间导致大盘出现激烈的上涨和下跌。

在华尔街的历史上，这种行为，也并不罕见。比如明星基金的著名人物邓普顿采取行动寻找他的人生第二春的时候，居然有一大群人也成为巴哈马移民的同行者，更别说在平常的投资中双方的默契了。有些经理人甚至会将自己的财产也托付给明星经理人打理，这就成为一种带有机构特色的扎堆行为。

邓普顿本人解释这种行为说，富人圈的关系和消息是财富的重要纽带。言外之意是能够从中获得关于投资的重要内容。一个圈子很大，比如像邓普顿那样可以笼络世界上一大批以荣获邓普顿奖为荣的学者，理论上说，他能够获得的消息也绝非普通人可以想象。正是因为这层美丽的光环，才导致砸盘行为顺理成章。

深圳另一合资基金公司的基金经理将造成3月14日大跌的矛头指向了游资中的获利盘。“基金的话语权在减弱，但是民间私募形成的游资规模增长非常迅速，他们一听到什么风声就快速离场，这是他们的特点。”

观察基金股票仓位，去年年底股票型基金的仓位为83.3%，这和当前水平差不多。表明基金并不是2012年开年行情的助推者，而是享受者。

上海一家私募公司属于游资中的领衔公司，该公司投资总监认为，当前没有阻力的反弹已经告一段落，市场将进入震荡整理期，指数的上涨难度加大，机会存在于个股中。

在过去的几十年里，机构的行为一直成为学术界广为关注的对象，大多数人相信，机构并不像人们想象中的那样理智而是带有明显的机会主义。正因为不够理智，所以砸盘的行为才能广泛发生。不过，这是市场本身的稳定力量还是破坏力量，人们依然没有足够的答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八节 机构总是明里看好暗地里甩卖吗

自 2010 年底以来，国际媒体和研究机构频频发布看空中国楼市的报告，进而发展为看空中国经济。美国《新闻周刊》曾预测中国将因房产泡沫破裂而陷入经济崩溃，列为“2010 年十大世界预测”第二位；美国对冲基金大佬查诺斯断言，中国房地产业的问题比迪拜严重 1000 倍，资产高估与信用供应过剩是主要原因；国际评级机构惠誉则以信贷规模急剧扩大、房地产价格大幅上涨加剧了中国宏观金融稳定性所面临的风险为由，将中国的长期本币发行人违约评级的展望从稳定调整至负面。

进入 2011 年，查诺斯、麦嘉华、格兰瑟姆等资本巨头，不约而同地“看空中国”。查诺斯宣称，他已募集了 2000 万美元的离岸基金，对赌中国房地产泡沫破裂；国际金融大鳄索罗斯也携带万亿热钱重返香港，大肆宣扬看空中国的观点。

美国沃思堡顾问公司创始人马克·哈特甚至认为，可以利用看跌期权做空人民币，金融危机期间中国货币供应增长强劲、严重依赖房地产。一旦房产泡沫破裂，外资可能马上撤离中国，为了稳住贸易保经济增长，可能倾向于本币贬值。

有句中国谚语，叫作人算不如天算。2012 年初，《纽约时报》评出的十大经济谎言中，“中国房产泡沫崩溃”赫然在列。当人们开始指责这些预言家的荒诞的时候，突然发现从查诺斯到索罗斯居然早已经神不知鬼不觉地成为中国部分地产的海外投资者。

看来这不过是又一场声东击西的机构虚实战例而已。这种明着看空，暗中买进的做法，实际是替新投资打前站的行为。人们不禁要问，是不是机构一贯都是如此作风，通过这种的伎俩玩乾坤大挪移呢。

答案是否定的，如此大规模的做空或者做多，并不是所有的基金都可以做到的。要完成这种多空组合需要一系列的条件，还必须在一定的时间执行才能奏效。

首先，做空或者做多者必须是宏观基金。这是一类专门在宏观经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的漏洞中寻找特殊机会的基金。平时不显山不露水，甚至也看不到明显的资金布局，只有在做空的时候才会有交易员亲自操刀办理。经常也许周一分析师还在办公室里看报告，甚至玩游戏打发时间，周末的上午可能气氛就彻底改变了。于是大规模的报道和虚假的多空消息被人为制造出来，接着这类资金才会通过渠道，慢慢推行自己的卖空或者买空的手法。

由于衍生市场的大规模扩张，如今的基金的做空形式可谓五花八门，可以和基金搭配的做空手段数不胜数。平均每天大概就制造出 10 种以上的做空的新产品。像做空大师——查诺斯正是深谙此道的中心人物。查诺斯的成名纯属偶然，在次贷危机前，他不过是个不知名的经理人，由于预言危机，做空次级债券，成为华尔街的一代新星。查诺斯的做空逻辑很简单，那就是美国的次级贷款利率已经低到足够的程度，成为垃圾债券的一个毒瘤。

其次，有了宏观基金还不行，重要的是能够发现宏观经济的漏洞。通常宏观经济没有问题的话，基金会看多，他们会通过别的市场做空的手段来意外获利。在他们高调唱空中国的同时，手却伸向了东南亚刚刚恢复元气的银行。通过不断看空人民币和中国房产，这些人悄然渗透到从越南到印度尼西亚中央银行主权财富基金的投资活动中。

在 2010 年，越南、菲律宾、柬埔寨等国先后进入经济危机中。新加坡的中央银行则大有通过并购合并其他国家的大银行成为东盟的中央银行的势头。有趣的是，这些做空者，居然多数和新加坡的一家大型银行来往密切。

最后，要完成做空行为，某种程度上的确需要各种伪装术。这类伪装术的常见形式就是通过一些微小的政治活动和媒体传播制造影响，至今这种活动还没有一个特别成功的现代案例。最为接近的高盛公司，在进行大规模的操作后几年，现在则成为美国证监会的首要调查对象。随着监管的力度加大，理论上今天的伪装更容易被识破。

早在麦佳华第一次发表中国房地产崩溃论不久，就遭到大批中国经济学家的回击——一些经济学家指出麦佳华的说法缺乏逻辑，不足为凭。此时的末日博士真正的目的是买入中国房地产，企图进入中国市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于受到严格的热钱的监管，麦佳华的愿望落空。从 2011 年初起，多数看空者已经离开香港，这意味一次屯兵中国的大戏，莫名其妙地以失败告终。以麦佳华的明智，他应该明白，别说是游资，就是全世界的基金都参与到他们的做空大计中，面对世界上最大的外汇储备国。游资的实力可以忽略不计。像东南亚那种小国寡民的成功经验，无法复制到世界第二大经济体和第三大军事实体上。

索罗斯做空泰铢的手段

1. 准备阶段

(1) 调研及计划：深入泰国，研究该地区经济发展的真实状况。基于第一手资料和数据，制订详细作战计划；

(2) 资金准备：决定狙击泰铢以后，从当地银行贷款、从离岸金融市场融资、出售当地资产、从当地的股票托管机构借入股票并卖空，以换取泰铢。

2. 开始狙击

(1) 在现货市场上猛烈抛售泰铢换取美元；

(2) 向当地银行购买大量远期合约，卖空远期泰铢，即在远期向银行支付泰铢，索取美元；

(3) 做空股市。

3. 狙击效果

(1) 对冲基金在现货市场上猛烈抛售泰铢换取美元，引起市场对该货币的贬值预期，从而引发跟风性抛售，引起泰铢贬值；

(2) 银行为了规避远期外汇交易风险而设法轧平货币头寸，即在现货市场上售出泰铢换取美元，从而加速泰铢贬值；

(3) 泰国货币当局遇到大量抛售本币时，为了维持汇率稳定，吸纳被抛售的本币，同时提高本币的短期贷款利率以提高投机者的投机成本。这两种做法都会抬高本币的利率。泰国为保护非投机性的信贷需求而采取的措施，使境内利率与离岸利率之间产生巨大差异，从而产生套利机会；

(4) 利率的升高造成股票市场的大幅下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 获利

（1）用到期日相同、金额相同的多头远期合约与空头远期合约对冲，或到期时在现货市场以美元换取泰铢进行交割；

（2）利用利率互换合约，以固定利率换取浮动利率获利；

（3）股价下行，在股市平仓获利；

（4）对冲基金把在股市上获利的资金兑换成美元，进一步加大泰铢贬值的压力；

（5）泰铢大幅贬值后，低价以美元购回泰铢，用来归还泰铢借款和利息。

这是索罗斯曾经的手段。问题是如今的疯狂人物们真的有能力再次复制它吗？也许复制手段可以，但问题是效果会如何呢？

第九节　机构投资者是稳定器还是捣乱者

1998 年至 1999 年间，证券市场机构投资者的入市规模仅占当时 A 股流通市值的 30%左右，但到了 2009 年 7 月底，机构持股市值占流通市值的比重已经升至 63.86%。从当时的情况看，参与资本市场投资运作的机构资金稳步增长，机构投资者大有成为证券市场主要参与者的趋势。然而到 2011 年底，专业机构投资者持有 A 股流通市值占比仅为 15.6%，与之相对应的是，A 股市场变得更容易出现大幅波动。

从 63.68%回落到 15.6%，令人遗憾的是，机构投资者发展走了一条“回头路”。

机构投资者在中国这样的市场到底扮演了何种角色，一直让人感到尴尬，特别是机构投资到底该在市场上发挥什么作用，特别受到关注。稳定器还是捣乱者？这个疑问在不同的人心里有不同的答案。

在监管者和普通的散户看来，中国的机构投资者非但没有成为股市稳定器，堵住一股独大的恶劣风气，有时候还在不知不觉中助纣为虐。在大股东眼里，机构投资者多少看上去是个潜在的搅局者，他们从理论上有替代大股东地位的各种潜质，所以是个潜在的威胁者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



机构投资者在中国，真实的角色并不像双方眼中那样。简单地看，目前的机构投资者更像是一个错误的时间担当错误角色的失败演员。这当然是具有一定的原因的，并不是空穴来风。

在发展最为成熟的美国资本市场，机构投资者最初产生于19世纪初，在20世纪20年代狂热的股市中取得过短暂的繁荣后，随着1929年的股市崩溃而一蹶不振。20世纪30年代到40年代初，美国出台了《投资公司法》和《投资顾问法》等一系列规范共同基金的法律法规，真正现代意义上的机构投资者开始在资本市场出现。

第二次世界大战后，随着战后经济的恢复性增长、理财和养老等社会需求激增，以共同基金为代表的机构投资者得到蓬勃发展，逐渐成为美国资本市场的主流投资力量。20世纪70年代以后，欧洲等其他发达国家的资本市场上，机构投资者也步入了大规模发展的阶段，并使得机构投资者在市场的规模和影响力成为一个市场成熟程度的重要标志。

机构投资者是一个相对于个人投资者的概念，这里面的个人投资者包括个人，合伙制度的小企业。而机构投资者则是那些具有某种法人资格的投资者，比如银行、证券公司、基金、保险公司等类型的投资者。美国出现的机构投资者主要是指新兴的保险基金。由于它的巨大规模，也被看成是市场上的最主要的资金来源，充当美国投资市场的现金来源。由于保险公司的加入，私人投资受到影响。今天美国的证券市场基本上已经是一种法人机构控制的市场。

法人机构控制的市场的优势显而易见，由于机构间同时也是相互持股，关系错综复杂，过去在股票市场的波动，已经很难引起大范围的投机，即使是金融危机，美国的股票市场的主干并未动摇，特别是保险公司，几乎毫发无损。大规模的联邦再保险机构，当仁不让地成为美国股市的最后担保者，有效地抑制了风险的扩散和放大。

由于美国市场的成功作用的示范，人们一般认为机构投资可以起到减缓股市非理性泡沫、抑制私人股票投资者的投机行为，避免市场的巨大波动。

问题是在中国，保险公司本身是不进入市场的，由于实行分业经营的管理规定，保险公司的巨大资金只能曲线流入市场，这大大降低了保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



险这样的大机构的作用。此外，银行这样的机构，同样因为不得直接进行股票融资业务，它的资金流和保险的处境异曲同工。中国真正有机构特色的只剩下大批基金和证券公司。由于证券公司和基金理论上只能通过股市波动获利，这样机构的职能就变成更加依赖大幅的市场震荡维持。这也是为什么中国的市场长期出现形形色色的老鼠仓、内幕交易的主要原因。

由于中国不存在真实的机构投资者，这导致中国的市场的机构投资者逐渐变成市场的波动源头，在他们的干预和影响下，诸如一股独大、内幕交易等严重问题，也就变得日益严重。根据哈佛大学教授马斯金的观点，在一个市场存在信息不对称的时候，因为信息的获取程度不同，就会出现在内幕交易问题上的博弈行为出现。最简单的实例就是中国的基金投资者比多数人获得信息要多一些，处于信息劣势的普通人，这时候的办法就是加快赎回。这导致基金市场的溃败，甚至出现股市和基金的绝对的相反价格涨落关系。

从股票中获得不了高额收益，中国的股民更加倾向于用脚投票。大量的人选择退出股市，即使实体经济的波动很小，且宏观经济形势良好，股市的波动和下跌仍然严重，这反映人们对于市场的不信任程度较高，并且对于股市的信心也很低。这种方式也在一定程度上导致了中国市场发育缓慢和其他市场更加畸形的特征。

总体上而言，中国市场上的高换手率和高市盈率现象，正是对于中国市场上机构投资者不作为，甚至乱作为的某种不满。

第十节　阴谋论 vs 愚蠢论

高学历、高智商的“海龟”，就真的能够玩转A股吗？

以公募基金为首的机构全都是勤勉自律，克己为民为前提，有观点认为，造成他们“在顶部满仓、在底部割肉”的原因只有一个：机构的决策层或基金经理们都很“愚蠢”。

说他们愚蠢的依据是什么？统计显示，目前的公募基金经理中，年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



龄最大的是兴业全球的傅鹏博，1962 年出生，今年 53 岁，而年龄最小的是为数不少的“80 后”。

根据统计，“80 后”基金经理共有 14 人。分析人士认为，“80 后”基金经理年龄最大的不过 33 岁，就算其 22 岁大学毕业后就进入证券行业，其从业经历不过 11 年。而就算是 11 年，其入市时间也是 2002 年。以往的很多血雨腥风都没有经历过。

这是在中国当前对于机构的一类网民观点，在他们看来基金管理者由于年龄低、入行浅被认为是低智商的管理者。由于这两个致命的因素，很难说机构的投资有多少理性。

也是同一群投资者，对于机构的评价走向另一个极端，那就是基金管理者属于大智若愚，处处利用优势采取短期投资，欺骗别人跳坑对冲渔利的。这类观点被看成是阴谋论，证据之一是经常在股市的某一个时间段里看到基金的大规模的砸仓现象。

这两类观点，到底孰对孰错，在中国的投资者中一直都很有市场。的确，“80 后”基金经理从业经验实际还要少。统计显示，“80 后”基金经理的从业经验多数是从 2006 年算起的。也就是说，他们刚好经历了一个大牛市和一个大熊市。对于当前“牛不牛熊不熊”的市道，他们根本没有经历过。而正是年轻、无经验，这群有着深厚学术背景的“70 后”、“80 后”基金经理们，对市场技术、投资心理又有多少了解呢？至于机构砸盘究竟是出于愚蠢还是阴谋尚不得而知。好在投资者都认为基金等机构需要找到合适的投资手段。

在学术界人士看来，这些基金管理的争执，多多少少是部分反映了市场真实存在的若干现象。其中主要的也就是机构的投资行为是不是足够理性，存在不存在投机和短期行为。

机构投资者的市场行为，一直以来也并不是有确定的认识。首先，在理性投资上，和普通人的看法不同，经学术实证，基金经理和普通人一样并不是理性投资的，他们经常采取冒险行动。基金经理还偏好惯性投资策略，所以经常出现滞后于市场的表现——涨得比大盘慢，跌得也比大盘慢，因此看上去总有部分稳定性。大多数基金投资的方式，和那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些怪异的老头的古怪行为的一致性是一样的。

有时候，为了维持排名，基金经理人，同样会和普通股民一样有羊群效应行为，追涨杀跌。就是人们常看见的基金大跌。这也是愚蠢论的根源。

在某些方面，基金经理的愚蠢可能是超常规的，有些人可能因为限于本金不足，并不会沉迷于大规模的追涨行为，但是掌控大规模资金的基金经理，则可能无限期地在亏损前追涨。这就和一个富裕的赌徒一样，无限地延续下去，直到彻底输光。一些著名的基金亏损案本身就是这类行为的集大成表现。

其次，投机和短期行为的效果在学术界存在争议。有些人认为这些短期行为是不利于市场的稳定的。对于多数投资者来说，看上去平庸、慢吞吞的基金保守型经理，长期会取得较高的回报率。因为这样的保守者，尽管不可能寄希望于其冒险赢利回报，却能够在长期关注最有价值的投资类型，最终用成长战胜的增长。这和巴菲特的价值投资是契合的。那些最能带来长期回报的人都是偏向稳健和保守的基金管理人。

1982 年夏天，吉姆·查诺斯开始跟踪当时华尔街的宠儿 Baldwin—United 保险公司——它的股价一直在涨，该公司的拥有者中不乏像美林这样的大公司。但查诺斯心存怀疑，得到了一名心怀不满的保险分析师的暗示后，查诺斯写了一篇研究报告，建议卖空 Baldwin 的股票。他的观点让华尔街震怒不已，Powerhouse 公司的律师马丁·立普顿甚至打电话给他的老板，威胁要起诉他。

在纽约，《福布斯》杂志的撰稿人迪克·斯特恩风闻了发生在查诺斯和 Baldwin 之间的争斗，斯特恩开始调查这个故事，他飞到芝加哥，在那里，查诺斯向他解释了他的财务分析。随后，斯特恩在 Chateau Marmont 旅馆的一间套房内与 Baldwin 的 CEO 会面，言辞激烈地向他提出了查诺斯建议询问的问题。“吉姆给了我们一个概要”，斯特恩回忆道。当斯特恩继续为那篇文章忙碌的时候，查诺斯扮演了关键的背景资料提供者的角色，斯特恩深夜向在芝加哥公寓内的查诺斯打电话，一边回放他与 Baldwin 的 CEO 谈话录音，一边加以剖析。

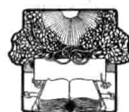
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到了 12 月，《福布斯》刊登了斯特恩的这篇文章，结论倾向查诺斯这一边。几个月后，Baldwin 崩盘，不得不递交规模达 90 亿美元的破产申请。当时这可是历史上最大的公司倒闭案，Baldwin 一案让查诺斯一举成名。

有些人的观点则不同。他们指出，在市场上，面对私人投资的非理性行为的竞争，拥有较多的内幕消息和规模优势的基金管理者，可能靠非理性行为获得超额利润。通过合适的对冲手段，比如商品市场的期货和远期的组合，他们有可能对冲掉非理性行为扩散的危害。比如，有些人指出，在次级贷款市场中，那些对冲垃圾债的人非但不是罪魁祸首，而且是避免危险进一步扩大的功臣。比如空头大师吉姆·查诺斯，现在是被看成揭露丑闻的华尔街干净人士受到格外的尊敬，即使他在次贷危机中，靠灵敏的嗅觉发现了风险，获益颇丰，人们反倒将其抬高到最成功的对冲基金经理的地位上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十六章

知道何时收手：如何保护你的资本

第一节　为什么不能随便交易

49 亿欧元＝搞垮巴林银行 5 次＝5 张 2012 年船票＝20 架空中客车 A380 客机＝170000 年有望“偿清”人类历史上最大规模违规操作欺诈案。

一个毕业于法国普通综合大学的年轻人，轻易绕过五重安全控制系统，躲过由 2000 多人组成的庞大监控队伍，挪用巨额资金在股指期货市场上赌博，最后输掉 49 亿欧元（约合 513 亿元人民币），制造出全球银行业历史上最大规模的欺诈案。他，就是法国兴业银行前交易员热罗姆·凯维埃尔。

2008 年 1 月 28 日，法国检察机构以涉嫌大规模违规交易正式对他提出起诉。5 年监禁、49 亿欧元罚款，罚金要超过 170000 年才有望“偿清”，创下法国历史上对个人罚款金额之最——全球银行业最大规模违规操作欺诈案终于尘埃落定。

这名才 30 岁出头的法国交易员热罗姆·凯维埃尔认为，他自己并不是什么魔鬼交易员，相反他还是拯救法国乃至世界金融的英雄。“性格阴沉，是个电脑黑客”，“聪明，有点像汤姆·克鲁斯，比较听老板的话但并非电脑天才”，“全球经济危机的导火索之一”，“无意间成了拯救世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济的英雄”……这些互相矛盾的说法，同时就出现在这个法国青年身上。

自从十五年前巴林银行倒闭，交易这个词，已经很大程度上和危险差不多同义。早期的犹太人的交易是在一个简陋的柜子中完成的，20 世纪的大部分时间，交易是通过交易所的手势和电话线完成，人们看得见，听得到，能够真实感受到交易的存在。即使有些交易所是虚拟的，可是人们依然因为熟悉的场景而随便对待交易。这不就是一个套装经理，同他的客户仔细交流后的随意动作而已？总共花费的时间，同喝咖啡的消费差不多是可以同步的。即使你在打电话，其准确的程度，也不需要你做出多余的保证。

巴林银行倒闭了，这也预示着一个截然不同的交易年代出现了。这个年代，交易的一举一动，再也不能用随便概括，更不能用轻松来打发。现在形容交易，只能用全神贯注，仔细检查，确定权限，回车来结束。只要第一个环节出现细微的差错，比如漫不经心的那种研究报告上的小数点错误，将让你的损失立刻放大 10 倍，甚至上千倍。也就是说，眨眼之间，一个指尖僵化的动作，可能已经将你的办公室变成了一个新公司的固定资产接收目录项。

计算机技术在交易所系统中的广泛应用，已经将整个交易所报价中心连接到每台计算机终端中。在这个时代，技术消灭了时间和空间的有形界限，现在市场只不过是报价系统上的程序指令和数字而已——交易系统的发明，让交易变成网络的一部分。技术的应用在提高指令传递的准确性上高度稳定，中间可以不经过任何的阻碍直接做出反馈。这意味着你指令是错的，那么系统的方向将不可逆转的进行下去，永远不会有时间来撤回和挽回影响。

在这种交易的不可逆性成为新特征的时代，采取不慎、散漫的态度，无异于在和自己的未来开玩笑。交易的错误同样是不可挽回的。这意味着任何交易都必须是审慎的，是做出理性的思考的结果，否则输入的并不是简单的数字，交易的所有后果都将准确无误地传递出去。

在这个系统的一面，你的喜怒哀乐不会再影响交易所对面那位苦脸老绅士的交易，你再也无法从人们的言谈举止捕捉到的交易信息。相反，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



失控的情绪，错误的行动，过快或者过慢，都会被交易系统捕捉。因为你的交易时间，反映你的交易频率和倾向。

你不小心将这些信息透露出去，要么证明你可能是个失败的交易者，情绪化的结果是你可能沦为日益理性的交易系统的使用者的反击对象；要么它将暴露你的行动，一个网络黑客，可以通过你的交易习惯，轻松偷走你的交易成果。

1987 年的美国股市“黑色星期一”，也是因为一单恐慌性抛售触发了机构投资者事先通过电脑程序设定的止损抛单，导致大量抛单在瞬间由电脑自动抛出，而证交所的控制体系一时间完全无法发挥作用。

这场道指惨剧令一些美国人产生了对“网络控制人类”的严重担忧。2011 年 11 日，美国网站 optionetics. com 一篇题为《电脑混乱》的文章，将道指崩盘事件形容为“一部科幻电影”：“人类制造的电脑越来越快，能够处理越来越多的任务，最终电脑拥有了自己的生命，比人类还要聪明，它们接管了一切，最终愚蠢的人类不得不为生存挣扎。这一切就像上周华尔街发生的事情一样。”

文章作者提醒说，很早之前就有人说过，科技的第一条守则是：科技确实很伟大，但前提是它能够正常工作。否则，一旦出问题，世界就有可能迅速崩溃。

这就是近来人们所知道的最新的魔鬼，不过这不是魔鬼交易员自己的目的行为造成的，而是不确定的技术依赖的结果。在这种交易风险成千上万倍积累的时候，再怎么小心的交易也不算错。

伦敦帝国理工大学自动化研究学者胡德教授表示，人类太依赖中央化系统显然是不好的，这不仅会让人类丧失很多原本应当身体力行参与的社会活动，小到和同事、朋友面对面交流，大到将整个投资市场的系统寄托于电脑的科学化管理，都存在一定危害。他建议人们应当从身边的教训中明白，使用和过分依赖某种技术，永远是两个概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二节 为什么不要妄想把本钱捞回来

不要在大跌之后，死抱着股票不放，期待它终有一天会回到原来的价位。手中持股暴跌50%。你可能要抱着它直到有一天自己可以赚回来。但是股价必须暴涨100%，你才能勉强打平。

你曾经买过sun的股票，它曾经上涨到原价的21倍，现在已经跌回原价，你持有这种股票，必须幻想再来一次新造富运动。

这类故事给人们的教训是，设定一个你能承受的损失上限，比如20%或者更多，简单地说不要痴心妄想，要把本钱捞回来。你还是想不通，不妨把这些损失看成是冲抵税收，直到接下来你在新的交易中全部冲抵完。

为什么人们不需要思考捞回本钱？除去上面这种高赤裸裸的厉害计算外，还有更多的因素。

至少现代的经济学家和投资家们的研究证明，至少有下列一系列因素让你不再想着捞回本钱。

首先是投资的机会成本。有些人明明是看到了成本的，不过他看到的是自己的损失，很明显投资被套牢的部分，已经成为一部分成本。这当然是让人感到心疼的，这是明显的利益损失和付出。问题是，你是否想过，关注已经形同事实的损失，是否也要付出成本。包括心情不好，沮丧和拒绝想看前的同时，应得的交易机会丧失，这些都是存在的成本。

对于赌徒来说，之所以久赌必输，并不是因为赌博的损失突然扩大，赌注增加了。因为赌鬼已经足够穷，他不可能在更高的赌注上下注。根本上导致赌博者丧失能力的原因是，他在不断损失的时候，总是考虑找回本钱。以至于找个正常的工作，换取更多的收益这种机会却被他浪费了。坐吃山空，最后就只有凄惨的结局了。

其次，从亏损的角度来说，亏损之后，最重要的是不再扩大损失，而不是挽回损失。因为，从亏损的趋势来看，亏损的边际损失也是递减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的。也就是随着时间的流逝，这些损失都将是微不足道的。越早止损，从中得到的边际收益也越高，最好的止损方式就是停止交易。这等于彻底掐断了损失的可能性。

壮士断腕的勇气，本身并不是勇敢那么简单，而是一种智慧。不斩断感染的手臂，很可能面临的是感染死亡的结果。在损失的大小相权中，两害取其轻。

再次，有些损失是一种误判。通常，股市的局势短期变化缺乏规律性，在长期则表现出很强的规律性。在短期内出现投资的亏损是一种自然现象。即使是股神巴菲特，他的投资大多数的年份也是普遍出现亏损的。只是到长期，那些最有价值的投资会不断增长，甚至超过大盘的平均水平。这里面得价值，就在于不轻易改变自己的股票价值判断，关注长期趋势。

轻易地将短期的损失评价为永久性的结果，可能会让你在某个时刻轻易地抛售止损。往往此时的行为是最无意义的，既没有完全止损，也可能失去了长期持有的增值机会。对于那些过多关注短期利益的人，赠送他一只可口可乐股票，也得不到和巴菲特一样的业绩。

早在2010年年底，巴菲特表示，房地产复苏很可能在未来一年内开始。巴菲特承认这一判断错得离谱。总体来说，巴菲特公司投资的5家房地产相关公司在2011年税前利润为5.13亿美元，与2010年相当，但明显低于2006年的18亿美元。但巴菲特依旧坚称，房地产市场会复苏的，随着时间推移，房屋的数量会与家庭数量相当（此前当然应考虑容忍通常比例的空置率）。

事实证明这是一次错误的研判，不过巴菲特的高明之处是这些损失已经早就记在自己的账单上。这和普通人的死抱着不放的做法并不相同。

在另一个项目中，巴菲特的坚持开花了，比如美国捷运通到现在还是巴菲特的宠儿，这个公司的坚挺说明了巴菲特的眼光。

最后，损失本身必须有一定的限度，超过限度是没有价值的。在超过心理承受能力的限度外的损失，已经不是损失了。有些人明明损失在限度内，却把限度之外的情绪移植进来。这是一种投资心理不成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



熟的表现。过犹不及，无法用理智控制自己的情绪的人，就会在非理智的感情下，做出更多的非理性投资行为。诸如羊群效应、厌恶风险，好高骛远等情绪化的投资行为，都是不用理智的计算给投资设置红线的后果。

为此，有些华尔街的分析师建议：每个投资者都应该设置止损单。如今这种要求可以通过交易系统的设置轻松做到，也不会出现过去那种指令指数和实际价格存在不小差距的事情。

止损单本身并不能帮你止损，因为损失该发生的还会发生，只不过这种形式，可以把损失波动的范围局限在某个区间内。对于意志薄弱的人来说，这是个停止幻想捞回本的客服工具。

第三节 真正的赢利真的是通过精明的退市来实现的吗

查尔斯·普林斯，花旗 CEO，离职薪金：6800 万美金。57 岁的普林斯领导花旗银行集团 4 年后，于 2007 年 11 月宣布辞职。当时，这个曾经的世界第一大银行季度业绩下滑 57%，市值缩水近四分之一。“鉴于在次债方面损失的规模，作为 CEO 唯一体面的选择就是辞职。”普林斯在声明中称。

全身而退这种哲学，在华尔街的历史上被看成是一个成功的投资家的必备条件之一。那些倒霉的家伙，不小心进入监狱。普林斯先生作为次贷危机中唯一一个全身而退，获得高额退休金的人物，从某种角度说是因为他自己就是个律师。普林斯因成功地处理花旗和其他华尔街投行安然丑闻危机成名。

在各种投资活动中进行边缘活动的人们，能够选择退出，避开不利局面，在许多人看来才是真正的赢利。在这方面我们能够找出一大批急流勇退的人物，包括从巴菲特、邓普顿、索罗斯、琼斯等一大批大师级人物。从某种角度上说，他们被称为大师，主要是因为他们退休疗养没有在监狱里，而是还能面对人们的镜头。

1969 年，巴菲特解散经营得非常成功的合伙公司。在给有限股东的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信中写道："对于目前的情况，我有些跟不上形势了。当游戏不再按照你的方式进行时，只有人类才会说新的方法是错误的，它肯定会使人们陷入麻烦之中，等等。但是，有一点我是清楚的，那就是我不放弃原来的方法，尽管这意味着在获取丰厚的，唾手可得的利润之前要高高兴兴地接受这个我完全不理解的方法，对此，我没有成功地实践过，但是，它可能会导致永久性的大量资产的损失。"

其实巴菲特离开只不过是因为，他的合伙人们更愿意跟上那时的泡沫股票，否则公司将面临解体风险。这后来就成为股神全身而退的范例，因为 3 年之后，美国股市就崩盘了。

邓普顿则是个怪人，1992 年，他以 4.4 亿美元的价格出售他的基金公司，此时旗下管理的资产已经高达 220 亿美元。20 世纪 80 年代中期，他是日本熊市到来前最早撤离的投资者之一。1992 年，邓普顿预测"今后十年会是最快乐的时期，也是进步最快的时期"，"美国和欧洲的景气会迅速上升"。他的全身而退，则是在撤离后带来更大规模的股市抛售潮。

索罗斯先生，2011 年退隐江湖，然而他的基金却表现得差强人意。在过去的 18 个月里，索罗斯基金的表现相比此前大失水准。在 2010 年，索罗斯基金的回报率仅为 2.5%，不但与其他知名投资机构的回报率相去甚远，甚至没有跑赢道·琼斯指数。现在的索罗斯先生靠宣讲道德安度余生。

琼斯先生则是其中最另类的，他 1984 年以后就在华尔街消失了，改而从事和平队这样的公益组织的活动。离开基金的原因，据琼斯的说法，他对赚钱的兴趣已经没有后半生开始的时候那么浓烈了，于是重操旧业，继续做另一种外交官。

对比一下，这些传奇人物的退市和成功理由，显然在股市的巨大灾难面前抽身是个共有的特征，在人生事业的顶峰，他们选择离开。这是华尔街的普遍现象。从这个角度上说，投资者都是收益最大化的，显然真正赢利应该是说人生的目标，包括赚钱和钱之外的目标的达成。既然如此，一个聪明的转身，完成人生的未竟之业，才是这些大师们的最大心愿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所有的大师当中，琼斯先生是对冲基金的鼻祖。这个刚成年即投身于秘密的反希特勒活动的人从未对投资有多少热情，这几乎不足为怪。他鄙视只对金融有兴趣的刚愎自用的人，他对一个面试者抱怨说："太多的人赚钱之后不想做别的，他们只想继续赚更多的钱。"

像琼斯先生这样的人物，可以说是少数派的一员，诸如类似"了不起的盖茨比"的美国式富豪的生活阅历，他都经历过。因此在人生的目标设置上，他不大可能以金钱为唯一目标。

能够在华尔街全身而退，最后从事自己想做的事情，这本身才是华尔街的大师们的最终标准。在这个标准之外，然后才有股市上那些大大小小的投资活动，只不过后者并不是他们评价自己的成功的标准，这就像巴菲特从来不想谈自己到底赚了多少钱一样，那是和客户谈的事情，和人生的价值无关。

相比而言，普林斯在任四年，却是个业绩上的失败者。他连那些最起码的人生的历练也没有摆平。花旗集团虽然受益于其中两年经济大环境的福分，但股价走势总体来说不尽如人意。这和威尔时代的繁荣形成鲜明的反差。一个原因是，早年通过不断收购兼并形成的扩张式增长已经慢慢消化掉。另一个原因是，公司过大也导致效率受损。因此，普林斯把战略重点放在了内生式增长上。美联储因花旗银行向低收入及高风险借贷者提供个人和按揭贷款，而处之以 7000 万美元的罚金。这是美联储针对消费银行违规实施的最大一笔罚金。

最终，普林斯栽在了那些用于短期交易的次贷产品上。不是因为事态失去掌控，查尔斯·普林斯不会选择辞职。对于普利斯本人来说，他的退休后的生活应当还算惬意，至少不像其他几位大银行的总裁面临没完没了的指控。就人生的目标和华尔街大师的普遍价值评价标准来说，他是个失败者。因为他没有获得华丽的转身，没有全身而退。追随其中的原因，或者是这样的，据调查，普林斯本人十分强硬。过度强硬的人，很少会选择及时退出。这恐怕才是他最终无法退出的根本原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四节 为什么出来比进去更重要

大部分投资者亏本的原因，是因为投资进去很容易，但要退出来却很难。其实投资的时候，必须考虑的最重要的战略之一就叫作“退出战略”。

进行一项投资就像结婚一样，刚开始时非常兴奋，但相处不融洽，离婚的痛苦就比开始的兴奋和快乐多得多。所以你必须真正意识到投资就像一桩婚姻的过程，进去比出来容易得多。

在美国有50%的婚姻会以离婚告终，而几乎100%已经结婚的人认为他们会面临离婚的危险。这也许就是如此多的投资新手要购买股票的原因。关于这个问题，“富爸爸”最好的忠告是：“要时刻牢记，当你欢天喜地购买资产时，往往是有人正在兴高采烈地卖这个资产给你，因为他比你更了解这个资产。”

当人们通过玩《现金流》游戏来学习投资时，他们要学的一个技能就是什么时候买进，什么时候卖出。“富爸爸”说：“当你买进一份投资时，你应当也有什么时候抛售的想法。”

当进入这类投资时，心里应当有一个计划，投资进展顺利，有什么样的事情会发生；投资失败，又会有什么样的事情会发生。

沉迷于高投资的回报，或者念念不忘高风险的亏损，常常让许多人堕入投资的巨大陷阱中。这是市场投资中最常见的现象。学术界对此并不是充耳不闻。有些华尔街的投资家用这个经典行为嘲笑专家们的有效市场理论的荒谬性：既然市场价格什么都告诉他们了，明知是个陷阱，为什么还有这么多人要往里跳呢？可见有效市场中信息的假设是多么的荒唐啊！

接下来华尔街的投资家将解释为什么他们能预测股市，因为他们由技术分析或者基本面分析、价值投资法等已经知道前面到底是火坑还是金山。至于学术界的观点，不过是几个书呆子的迂腐调门而已。

且慢！哈佛大学金融学教授坎贝尔对此会毫不犹豫地加以回击：华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尔街根本不知道有效市场和信息的真实含义是什么。这就像点燃一支火把，因为燃烧得不充分，有的人看不到光明，只闻到烟味而已。等到火真正点燃后，就算是你在五百米外也知道火点燃，此时大家看到的火把都是一样的，并不存在任何差异。

学术界的真实理念是，之所以在进出之间的频率和系数难以把握。主要的只是信息披露和获取信息难易程度上有差异，燃料的燃烧率为100%，而且燃烧释放出来的能量全部用来驱动机器的发动机是不存在的，同样如此，完全效率性的资本市场也只是理想中的市场而已。现实的市场人们存在信息获取的不对称的特点。对于市场外面的人，他们了解的信息不充分。所以他们多数只看到股票投资损失很大，而对于市场里面的人正好相反。

外部人对股市不感兴趣，很可能是他们不相信那种收益，高估风险的价值。而市场里面的人已经习惯了高收益，对于风险的程度反倒关注得很少。普通人风险厌恶的比例较高，所以只要股市的收益稍微提高，进入就十分容易。

可是对于股票的投资者来说，他们退出的时候要花的成本，却比进入的时候要高些。这是因为，此时退出不但有支付高收益的机会成本，还有部分风险损失也得自行承担。显然没有多少人愿意这么做。这和一种登山运动一样，上山容易下山难。处于不同的形势下，人们很难有相同的成本可以比较。

这还是简单的成本概念。多数情况下，心理对人们的投资的影响可能要更大些。也许是进化的遗存，要让人放弃到嘴的肥肉，并不比劝说小狗放弃狗粮更简单。人们在投资的活动中，倾向于采取非理性的看法应对。这本身就造成了在股市中收手的艰难。

巴菲特有一次与他以前的旧同事纳普重逢，纳普在无意中告诉他，美国政府可能要从流通领域中回收4美分的蓝鹰邮票。为此，他俩到各个邮局去打探及大量“吃进”这款邮票。经过一番折腾，最后几乎收集到了60多万枚，总共投入了25000美元。等到他俩把一大堆邮票搬到地下室时，才终于醒悟过来，原来干了一件“傻事”。因为他俩能够收集到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



60多万枚，这本身就足以说明，市场上并没有多少其他的收藏者对其感兴趣，这是将来难以升值的要害所在。他俩花费了巨大努力，最后却把自己变成了一个真正的“邮局”，而这一大堆4美分的邮票，看来是永远无法升值了。

根据著名的风险预期理论实验的结果，人们对于风险损失的评价要高于收益的心理评价，简单地说，就是喜欢收益，更厌恶损失。让人放弃唾手可得的东西，因为这种放弃的损失带来的不愉快，远远高于同等程度下赠予的另一样东西。在股市中，同一个人，损失5美元的时候，似乎总是比同期自己的股票上涨5美元要令人沮丧得多。

另外，人在市场中的计算能力和应对能力，并不总是最好的。相反有的时候，这种能力受制于各种环境，比如你的心情不好，可能让你的判断力下降。心情太好，可能得意忘形。某些时候，糟糕的电子交易系统，可能让你承担更多的个人损失等，这些环境和人互相之间的不匹配和不和谐，很容易导致，一旦进去，风险就变得十分的不可控。

第五节　为什么在入场之前就要看好退路

有一个人布置了一个捉火鸡的陷阱。他在一个大箱子的里面和外面洒了玉米，大箱子有一道门，门上系了一根绳子，他抓着绳子的另一端躲在一处，只要等到火鸡进入箱子，他就拉扯绳子，把门关上。一天，有十二只火鸡进入箱子内，然后有一只偷溜了出来。他想：“我等箱子里面有十二只火鸡后，就关上门。”然而他在等第十二只火鸡回到箱内时，又有一只火鸡跑出来了。他想：“我等箱内有十一只火鸡后，就拉绳子好了。”可是他在等待的时候，又有三只溜出去了。最后，箱内一只火鸡也不剩。

投资大师欧奈尔很喜欢讲这个故事，除去这个故事听上去很有趣外。这个故事中的主人公，的确很像股票投资者们的常态。不管他们是在交上好运的时候，还是不断亏损的时候。同样的，大部分投资人无法在亏损时做出止损的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在投资大师欧奈尔看来，股票投资止损才是真正的第一要义。“你必须保护自己的投资账户，特别是当你用客户保证金账户来投资的时候，止损绝对是个关键。”在欧奈尔看来，一个投资者在入场前就应该为自己的退路做好准备。这就和战前的准备一样，是他所主张的投资中最重要的原则。

应该说，就这个建议来看，对比一下投资者的各种非理性投资行为，显然这个建议是最贴近投资本身的。欧奈尔的投资观念，具有鲜明的时代性。这种特性使他和流行的电子交易系统的联系异常紧密。这种交易系统更看重投资经验和风险系统的人为风险分散机制。

许多人在确定的投资系统下，出现各种非理性行为，从投资过度冒险，到羊群行为，缺乏风险意识，都具人力时代的特点。而欧奈尔的理论则不然，他从系统本身的现状出发解决问题。正如信息时代的发展趋势那样，在人类越来越依赖机器的时候，为了避免最大范围的犯错，显然有必要加强这些机器的管理和监管机制。

真正让你必须学会认清现实想好退路的事情是，包括大师在内都根本无法做到不亏损。在投资中，亏损是再正常不过的事情了。在学术界的观点看，亏损甚至和赢利的概率是一样的。投资总是要有赢利的动机的，可是在真实的世界里。你必须把亏损作为头等大事来抓。

对于多数普通投资者来说，他们在资金上的劣势，让他们在亏损的时候，有可能付出更高的代价。与机构相比，普通散户的资金规模很小，在同样的对冲活动中，普通散户的损失要比机构大得多。这主要是因为机构可以获得更为廉价的资金。这样，即使一个人猜到机构存在卖空，如不在前期采取跟进的手段，也会因为资金成本压力过大而失败。尽管股市中有许许多多的单人战胜市场的神话，但问题是纯粹意义的个人是从来不曾存在过的。依靠个人资金，实现战胜市场的做法只是人们的一厢情愿。

一个美国老太仅仅持有三只股票，却留下700万美元的遗产并捐助给一慈善基金。探究其原因，第一，她服务的公司是惠氏。从1935年第一次买入惠氏股票，后来不断拆股、分红，以至于股票价值如滚雪球般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增加。如果她不幸服务于安然、世通或者雷曼等公司，长期持股的结果，就是让她的财富灰飞烟灭。第二，寿命足够长。这个老太太一共活了104岁，持股时间超过70年。即使买买国债，今天的财富也不少。第三，老太太未婚未育，且生活节俭。换作普通人，这点财富，恐怕早就被孩子的抚养费用、教育费用所吞噬掉了，哪里还有什么巨额财富。

有些时候，找好退路，并不是简单的机械止损，而是获得收益的一种手段。通常，只要人们谨慎小心，长期持有股票，就可能成为亿万富翁，理论上这并不是开玩笑，而是自然结果。你不小心某一次亏损了，只要能够保本，下一次的亏损足够小，同样在长期你的财富会自然回升。

止损的那点成本，本身是一种交易成本。交易成本并不是只对证券交易所是有益的。因为从风险本身而言，这种交易成本实际是有利于交易者本身的，因此在长期付出这类成本有效减少损失的个人可能因此获利。虽然说不清楚人们会怎样获利。这和你在银行所交的管理费是相同的。这种长期高费用，的确有利于账户的安全。和完全不受保护的行为，比如高利贷相比，银行的账户安全的确长期带来的是净收益，而高利贷则是绝对的损失。

有的投资家建议人们把止损的部分看成是税收或者保管费，其道理还不至于此。理论上说，所有的投资产品都是风险中性的，在交易中某些产品有更多的风险，那么可能就会出现一种尴尬的局面：绝对亏损的风险项目，这类投资并不是没有，而是很多。例如赌博性的产品，像次贷。因此通常他们的设计中必须有对冲的机制，才能保证风险中性。对于单独在股市中投资，或者缺乏对冲能力的人，显然增加保险金或者止损装置，是一种合理和高明的做法。

大多数股民不太清楚那些保证金低廉的市场的风险，很大程度上和他们不太了解风险和止损的量化有关。要知道风险在一定程度是可知的，你看中收益，那么很可能就淡忘了风险的高压趋势。这可不是个好兆头，有去无回的警告并非空穴来风。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六节 如何知道该何时出脱手中资产

称黄金是“终极泡沫”的亿万富翁投资者乔治·索罗斯已经在2012年第一季度将所持的近8亿美元黄金资产几乎全部出清。索罗斯脱手黄金的时机远早于最近大宗商品价格大跌之前：索罗斯清仓的消息也是大宗商品，特别是黄金价格大跌的一个主要动力。

另一名投资巨头约翰·保尔森则是以看涨黄金著称，他目前依然维持黄金资产保有量。根据各投资企业提交给美国证券交易委员会的监管文件，与索罗斯一样退出黄金市场的其他投资名人还有埃里克·敏迪奇和保罗·图拉迪。

股市投资者都有一个疑问，既然保本和止损如此重要，那么普通人什么又如何判断出售资产的良机?

表面看上去这好像不是什么难题，对于投资者来说这好像是自己的事情，而且操作极其简单。真正能够正确地出脱资产的人，在华尔街也找不到几个。一个人凭借理智地计算，理性地做到这一点十分困难。更别说判断出脱的时机了。

在卖出股票后，见其价格又继续上涨，许多人投资者感到危险降临，结果低价出售。另一种情况是买入股票后，价格稍一震荡，或者听到一些传闻，便急于割肉，或者只赚了很少便抛售，未料到股价却最终没有涨到目标价位。前者是投资者对自己的判断信心不足，后者却是投资者贪心过大。

通常判断这些卖出的具体决策和分析都是十分困难的，甚至是不可能的。为了避免上述情况，股民应制定最有利的“目标卖价”。制定“目标卖价”是一种预测过程，不应追求以最高价卖出，而应根据股价比买价上涨了几成来决定卖价，至于这几成的数字，完全要根据股票性质及投资者的个性及态度来定。此外，还要掌握公司基本面情况，比如经营情况、市场环境等。这样投资才可能看上去更贴近目标。

对于习惯于技术分析的人物，比如江恩的图表师信徒，他们主要是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从股价走势的角度判断见顶迹象。当股价持续上升了一段时间后，忽然放量大涨，很可能是最后一批追涨者买入，或是主力拉高出货，后续空间已经不大。此外股价走势逐渐趋缓，后续买盘不足，也是将要见顶的迹象。

对于爱好价值投资的人来说，格雷厄姆的投资要旨是真实价值。待股价涨到偏离其投资价值、市场投机气氛浓重时卖出的策略。此时股价一般较高，回调可能性较大，选择适时卖出，一方面价差较大；另一方面，即使卖价不是最高价，也会在顶部区域附近。即使是业绩稳定、股息丰厚、股价昂贵的大公司股票也可能成为投机炒作的对象。股价大大高于股票内在价值，可能是30％、50％，甚至是几倍，而股票价格不会长时间大幅度超过其价值，就像它不会长时间低于其价值一样，此时应选择卖出。

以上一般来说都是对于同一种股票或者同类投资产品出现问题时候的解决方式。转换股票，也是一类出脱的手段。卖掉持有的未来预期悲观的股票，转而投资股价即将走高的股票，从而提高投资收益。投资者在准备买入股票时，还能够谨慎小心，做好充分的准备，而一旦持股之后，情绪就紧张起来，无法把握卖出时机。因此需要给自己确定一些基本的卖出策略，以摆脱不理智的情绪对投资决策的干扰。具体来说，主要有以下几种：

1. 及时找到投资机会

能够准确预测价格走势的底部和顶部，可以说是投资者梦寐以求的理想，但现实却很难做到这一点。因此，一个较好的策略就是不去判断哪里是顶部哪里是底部，而是一旦确定发现了更好的投资机会，便随时把原来的股票抛出，买入新的股票。

2. 调整投资组合

股票投资的成功主要是取决于如何分配资金比例，采用合理的投资组合才能稳中求胜，并且应不断定期调整投资组合。例如你可能决定把三分之一的资金投入高科技股中，三分之一资金投入低市盈率股中，还有三分之一投入小盘股中。几个月后，由于高科技股市值上升，已占到资金二分之一的比例，此时就可能要减持高科技股，把资金补充到其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的板块中去。

3. 股价超过目标价位

你定下了目标价位后，一旦真的达到这一价位时，就应该按计划抛掉。因为在制定目标价位时一般会比较理智，但当股价上涨时，多数人会头脑发热。为了避免犯错，最好及时抛掉。当然卖出后，股价可能还会再上涨，但羡慕没赚到的钱总不如牢牢抓住已到手的赢利来得实在。

除去这些方法外，还有一些规则是可以利用的：

1. 本利分离法

本利分离是指把卖出后的本金和获利区别对待，即把本金做短线投资，追逐一些强势股，而利润则做长线投资，投放在绩优股上。其优点是，本金可以及时出手获利；利润放在长线股上，心理负担轻，可以静待股价向有利位置发展。

2. 定点了结法

根据对股票质地、股价走势等综合因素的分析，确定一个赢利定点，股价一旦涨升到该定点便果断抛出。

3. 止损了结法

止损了结法是确定所持股票股价回落到一定价位时即卖出了结止损。比如不管股价如何上涨，投资人确定只要回跌 1 元即行了结。这种方法对小股民很实用，让出了小利，却解决了无法把握股市涨跌的问题。

第七节 为什么止损点要设为 8%

不同的投资者设置止损点的依据不同，主要有以下几个依据：

1. 根据亏损程度设置，如：当现价低于买入价 5%或 10%时止损，通常投机型短线买入的止损位设置在下跌 2%～3%之间，而投资型长线买入的止损位设置的下跌比例相对较大。

2. 根据与近日最高价相比，当汇价从最高价下跌达到一定幅度时卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出，假如此时投资者处于亏损状态的叫止损；处于赢利状态的叫止赢。这种方法在大多数情况下是用于止赢。下跌幅度达到多少时止赢要看汇价的活跃度，较为活跃的货币要把幅度设置大些。

3. 技术形态。大部分投资者利用支撑位、阻力位、前期盘中高点和地点等技术指标来衡量，日内交易也是如此。

4. 震荡形态。震荡形态是设置止损点的一个重要指标。

5. 利用百分比设置止损点。日内交易者通常采取这种做法，具体情况由起始交易规模决定，通常是1/2或1/4个点。

6. 利用支撑与压力找出止损点。

在投资中经常提到的一种说法是保持止损点为8%的做法，止损点为8%的说法也在投资界广为流传。

那么很多投资者从轻微亏损演变为损失惨重，亏损之所以会从小变大，就是不止损所致。100万的投资，出现2万亏损时，你不止损亏损可能就变大到5万，你还不止损亏损就会变大到10万，再不止损就到20万，还不止损就到30万、50万甚至更多，当然最终也有可能亏完本金。

不过为什么这个数字是8%，不是别的？这是许多投资者十分感兴趣的事情。最早提出8%的止损点说法是投资大师欧奈尔，在他看来，像美国这样的市场，相对于其税率和平均利率来说，8%是个比较合适的止损点。后来随着欧奈尔的理论流行，投资保持8%的止损幅度，也成为一个投资铁律。当然这主要还是和美国证券市场的规则发育最成熟，各个市场都选择模仿美国有关。

说到底，8%的标准其实只是一个华尔街经验，只不过经历过像欧奈尔这样的大师验证是成立的。美国的不少调查公司对这一经验进行过多次数据检验，发现这个止损点的确是最为准确的。大致在标准普尔500指数的指数检验中，可靠性也是最为优秀的。

止损点选择也有相当的要求，并不是所有的止损点都可以用8%。止损点是动态的，不是静止的，随着价格的波动，止损也相应调整。不同的单量止损点也不尽相同，但总亏损控制在总资金，而不是进场资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



假设有 10 万元资金，若止损点只有 10 点，那么可能进场 50 手，若止损点为 50 点，则只进场 10 手，若价格有利，则止损相应上调，若不利，则立即出场，不管对与错。

就如同人对吃错药、看错病难以接受一样，投资者难以接受的是错误的止损，如何正确理解止损，其实也等同于如何正确理解错误的止损。没有人可以明确地告诉你此次止损是对还是错。人们其实缺乏能力，无法判断，也无法割裂，就如价格由涨跌组成一样。错误的止损我们也应坦然接受。止损是一种成本，是寻找获利机会的成本，是交易获利所必须付出的代价，这种代价只有大小之分，没有对错之分，想要获利，就必须付出代价，包括错误止损所造成的损失。

就如世界上不存在统一的交易模式一样，止损也没有统一的方式，就如不存在完美的交易一样，也不存在完美的止损。止损的使用绝不是如教科书所写的那样简单，止损更大程度上是一种艺术，完全因人而异，因投资者的交易风格而异，止损是投资者交易行为的组成部分，是为交易系统服务的，绝不仅仅是控制风险的。

外汇投资者下单时设置了止损，但止损经常被打掉，止损触发后，行情又拐头向对自己原有头寸有利的方向发展，交易者经常陷入“建仓一止损一再建仓一再止损”的恶性循环中，此时，所有的分析和预测都不重要了，因为止损成了交易者如影相随的噩梦。设了止损是正确的，但这现象却很令人无奈，原因在哪？在投资和投机中，止损的观点被公认为必需的功夫和原则，没有止损的交易是危险的交易，在杠杆式交易中，它几乎关系到投入资金的生死，许多爆仓者不缺乏分析交易技巧，但最终还是以失败告终。

一旦失败的交易来临，交易者浑然不知，自以为判断没有问题，行情的反向发展是暂时现象，迟早会回头，但结果往往是最终以巨额亏损收场，甚至血汗钱血本无归。

凡是你投入了时间、精力或钱财的事物，当产出是负数时就该及时止损，不止损只会让你的损失越来越大。比如你和朋友合伙做生意，眼看着天天付房租和员工工资，可是订单却不见增多，本金变得越来越少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时，你是坐等亏完本金破产，还是及早结束合作，止损出局？或者你和恋爱对象结婚后，每天都为一个梦想中的幸福家庭打拼，却发现不管你怎么努力，对方都是有意无意地和你争吵，不给你安稳日子过、严重影响你的日常情绪、工作表现和身体健康状况时，你是继续撑下去，还是及早结束这段婚姻，止损重来？

第八节 为什么不要相信“这次与以往不同”

在华尔街，最昂贵的教训就是“这次与以往不同”。历史不断地重演，泡沫还是要破裂，不了解市场历史是一个重要的障碍。

例如，2000 年春天，财经出版物上开始充斥着半导体股票将不再有周期性的论调，这扭转了芯片类股票处在顶部的走势。一年以后，能源股疯涨，很多分析师预测，未来几年这些股票的收益将以 20%左右的速度增长。然而，经济增长放缓，能源的需求受到打击，新的工厂提高了供应能力。结果，能源股票像 Mirant 公司和 Calpine 公司下跌了 50%～60%，在安然公司崩溃之前，它们的命运就已经注定了。

这个道理很简单：你必须成为市场历史的学生，才能清楚股市的未来。任何时候你听到某人说“这次与以往不同”，请你关掉电视散步去吧。“这次与以往不同”，这是每一次股市狂潮中最大的卖点。不妨看一下华尔街的商业销售的广告用语吧，今天推荐你用信用卡的商业用语和几十年前惊人相似。捷运通的卡片只是稍微改了一下还款利率的数字，其他的细节没有发生丝毫变化。甚至华尔街本身也是一样。

邓普顿说，投资中最贵的五个字是“这次不一样”。作为世界上成功的基金管理人，投资大师邓普顿承认自己一生中有三分之一的投资是糟糕的。很多投资者都喜欢在市场中以身试险，他们盲目地相信自己的判断，乐观地预期未来的成长，当风险缓缓降临时，他们告诫自己这次不一样，不会再像过去那样一输到底。

这时候弥漫的情绪：价值投资的价值定理毫无价值，坚持长期投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的人是可怜的傻瓜。这个时候华尔街就诞生一大批专门教人如何发财的图书和教材，甚至百万富翁训练营。某个人不去参加，会被认为是顽固不化。在次贷危机的风潮中，大量的中小投资机构，他们之所以购买这些完全不理解的信心产品，主要是因为雷曼兄弟的推销员两个小时的口水。期间所使用的说服话语都重复同样一个说法：这次和以前不一样，这是比米尔肯的债券更有创意的发财机会。

但是当次贷危机崩盘的时候，人们突然发现他们抛售的动机，和当初疯狂的买进的理由几乎如出一辙。大部分人在经历了十几年的疯狂牛市后突然意识到：这一次和上一次完全一样。

要知道，即使正统的教科书，都会专门辟有一章，记录这些惨痛的华尔街的风暴。回到华尔街的那条大街，这里和 1929 年时期并没有多大差别。更让人惊讶的是，甚至在这里发生的泡沫性失败也和过去一样没有差别。为什么这些人如此漠视这些历史的教训？

对于那些投资的失败者来说，他们不愿意承认历史的轮回，认为以前的错误只是偶然的，太阳每天都是新的。投资者最容易犯的错误之一就是重复错误，因为那是他们的视角盲点和行为硬伤，需要不断提醒注意才能有效克服。漠视记忆的力量只会让人一次次被市场的飞刀扎得伤痕累累。

另一个重要的现象是，对于市场的各种历史性的失败，投资者更相信这些失败自己有能力驾驭。许多人了解并很清楚这些风险的存在，甚至对每一次风暴都能详细讲出细节，不过，他们更相信自己的独特能力。那些战胜市场的观点之所以长期受到欢迎，除去这意味着可以赚到更多的钱外，它部分迎合了人们的侥幸心理。大多数人相信自己并不一定会随波逐流，自己比别人的判断更加明智。

只可惜，市场终究是无情的，在人们的各种侥幸和健忘之后，华尔街总是历史性的重演各种悲剧。只有教科书上能够平静地记叙这里发生的种种磨灭的神话的历程。只不过，真实世界中有多少人会相信五美元一本的华尔街历史书能够让自己避免悲剧？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第九节　为什么不要陷入对公司产品的偏爱

你认为苹果公司的产品不错，所以你决定购买苹果的股票。同样因为扎克伯格的脸谱网站是个逗乐子的好地方，所以你判断人们永远有社交的需求，购买这家公司的大量购票。凭借偏好购买股票并不罕见，有些人还振振有词的举出巴菲特的例子：

在生活中，巴菲特天天离不开可口可乐，非常狂热地喜欢喝可口可乐。有人对他说“巴菲特先生，这是我们最好的葡萄酒，50 年陈酿，请您品尝一下。”巴菲特一摆手：“谢谢，我不喝，我只喝可口可乐。”巴菲特每年召开伯克希尔公司股东大会时，来参加的人有两万多人，巴菲特规定，股东大会官方指定饮料是可口可乐。巴菲特的妻子苏珊说：“每个认识他的人都知道，巴菲特是多么狂热地喜欢喝可口可乐，巴菲特的血管里，流的不是红色的血液，而是红色的可乐。”1988～1989 年，巴菲特一共买进了 12 亿美元的可口可乐股票，后来这批股票升值到 96 亿美元，上涨了 8 倍，是巴菲特赚钱最多的一只股票。你能想象得到吗？一个人竟然能从自己天天喝的饮料上赚到近 100 亿美元。

巴菲特 1989 年投资买入吉列公司的股票，一个重要原因在于他非常熟悉、了解吉列。

“每当我在晚上入睡之前，想到明天早晨会有 25 亿男人不得不剃须的时候，我的心头就会涌起一丝喜悦……吉列刀片已经有 100 多年的历史。消费者需要不断更新自己的刀片，所以他们对吉列公司产品的消费支出也会不断增加。”

问题是这些故事靠谱吗？真的能从你吃喝生活中找到投资的灵感，大获全胜吗？

答案是否定的。所有这类说法都在喧宾夺主，偷换概念，而掩盖了投资和投资行为之间的关系。巴菲特购买可口可乐的股票并不是因为爱喝才买的，有一个例子能说明这一点。奥马哈的一位教师兼演员肯特·哈龙回忆了巴菲特钟爱百事可乐的那段日子，他说：“对我的父母而言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



沃伦·巴菲特购买他一直以来拒绝喝的可口可乐，这简直感到好笑。”

真正让巴菲特购买可口可乐的原因是：他从市场上看到在这个大众口味日趋相同的世界里，可口可乐的股票价格并没有表现出在国际市场中的绝对增长。换言之，可口可乐独特的品牌价值才是巴菲特投资的原因。

至于吉列公司，巴菲特本人并不使用这家公司的刀片，所以在宝洁公司宣布收购吉列的时候，这位股神立刻成了保洁公司的新股东。巴菲特的投资都是在事先调查后，精心分析后才进行的。甚至对于美国大部分公司的股票，他都会买上一手，为的是看一下这些公司的财报，判断真实的公司管理情况和价值等内容。与其说巴菲特的投资是对产品的偏爱，倒不如是说对研究产品价值和市场定位的偏爱。

另一方面，陷入产品偏爱，盲目投资正是一些投资者失败，甚至堕入投资陷阱的开端。比如，最初购买升阳微公司的股票的股东，很多人都是它的产品的发烧友，许多人支持升阳微公司的原因：升阳是硅谷最具技术实力的公司，不仅在服务器市场上占有领先地位，软件产品同样无出其右。其 Solaris 操作系统在包括升阳和其他公司生产的服务器上运行广受欢迎的 Java 编程语言，在升阳被收购时，甲骨文公司的首席执行官拉里·埃里森的话来说，是公司有史以来获得的“最重要的软件资产”。

这家公司的股票最初受到疯狂的追捧，其中最大的支持者就是硅谷本身的科技人员，可谓技术爱好者最偏向最喜欢的股票。就在英特尔公司在第二年 9 月发布盈余预警时，这个公司的股票还一度高达每股 100 美元。当大部分高科技公司为股价大滑坡而一筹莫展之际，升阳公司却忙于在 2000 年 12 月拆股，与硅谷的气氛形成了鲜明的对照。

从技术上说，升阳的产品战胜了微软，可是在股市上这家公司的业绩却一败涂地，如今其股价只有 3 美元左右。你在 100 美元的时候因为偏爱购买了这家公司的股票，那么它暴跌的后果和下地狱差不多。

从根本上说，因为偏爱产品，进而偏爱投资其股票，本身就是一种非理性的投资。高科技公司发售股票并不是因为它们的产品足够优秀，专门为投资服务，这只是融资的一种理性手段。这些公司的股东，更多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时候想的是从投资者那里获取足够的现金，让自己成为新的亿万富翁。既然如此，个人凭什么为此用对产品的忠诚在投资上做出情感投资呢？

第十节 为什么不要试图选择市场时机

美国主流社会其实根本没有“炒房文化”，这是因为存在一个P/I值的约束，这个值也就是平均房价和当地居民的平均家庭年收入之比。长久以来它维持在3左右。2005年以来次贷泛滥，人们太容易从银行得到贷款，人人都能得到贷款而买房。结果房价起飞，P/I值猛涨，曾经超过5，形成房地产巨大泡沫。泡沫破灭之后，虽然房价一路下跌至平均一栋20万美元，但按美国家庭的平均年收入万美元计算，P/I值依然超过3，所以包括哈佛教授在内大多数人预计至少还有25%的下跌空间。房市一旦下跌往往超跌，复苏需要相当缓慢的时间。美国上次房市泡沫破灭，跌势始于1989年，到1996年才止跌，又过了几年才回升。

经过这次房市大风暴，美国政府出台新法律，限制金融机构随意发放房贷，再加上美国住房拥有率高企，估计未来房价只会随着通胀的幅度上升而已。

在美国次贷危机三年后，中国新移民多半选择中国人聚集之处，像纽约、洛杉矶、旧金山和芝加哥，有些人认为趁着美国房地产的低迷投资，应该是最聪明的时机选择了。有些广告公司介绍说，这是房地产抄底的最佳机会。对于那些特别偏爱波士顿和加州等好地段的中国移民来说，学区房尤其是他们的关注点。有些人声称，这些房子在下跌40%后，随着美国经济的复苏，迟早将成为最有价值的资产。

这不过是一个关于选择和逆向投资择机的美丽宣传。随着时间的流逝，最有可能发生的是中国新移民买房后将因为高税收导致房屋的价值不断下降。特别是在复苏之后，随着通胀因素的增加，房产税的比例还将更多地摊到每个人的头上。

即使在别的市场，这样的选择是一个空前的投资神话。经验证明，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



根本没有一种策略能持续不断地告诉你，何时入市，何时离场。否则也不会由广告公司和大量的承销人员存在了。

选时的说法，本身是一种投资的现象。这就像同一时间一个人吸入空气，另一个人呼出空气。不能因为某一个时间吸入空气的人得了感冒，就可以武断地判定，和他在一起的健康人就是感冒病毒的传染源。因为很可能病毒一开始就在空气中存在。同样在股市中任何一次涨落，有可能和你的选择也同样没有关系。这听上去让人感到不可思议。这就好像说，人们的投资就像扔硬币一样毫无规律。

硬币投掷也是服从机会均等的规律的，也就是说你的盈亏应该是有规律的，只不过这和硬币开始是哪一面没有关系。

《财经分析师》2001 年 2 月号上有个有趣的研究，它采用一流的方法，对从 1926～1999 年的“买入并持有”和“市场选时”策略之间的差别进行研究。作者根据市场转换的频率，基本找出了从 1926 年到 1999 年市场选时变化的所有可能。

作者假定在任何一个特定的月份，一个投资者既能在国债市场上又能在股票市场上投资，然后计算各种可能的组合转换的投资回报（不寻常的是，在两种资产中间有超过 4096 种可能的组合），并把“买入并持有”策略和全部的“市场选时”策略进行比较，看一看选时组合比简单的买入并持有能增加多少收益。

他研究的结果怎样呢？全年大约 1/3 的月份中，“市场选时”组合打败了“买入并持有”策略组合。你也许会认为，“我用市场选时策略，我将有 33%的机会打败市场。我要抓住这些机会！”

这是伯顿·马尔基尔用来拆穿市场选择的神话的一个例子，对于这个例子，这位投资大师分析说：这个例子存在很多的硬伤：这篇论文的计算结果夸大了市场选时策略的收益，因为它对每一年的考察用的是不连续的期间。股票市场的收益是不对称的。晨星公司所追踪的数以千计的基金，没有一只在过去 20 年中能够持续不断地做好市场选时。

学术界的人们调查了数千家基金，观察他们的策略和业绩的关系，最好发现，除去出现基金经理后知后觉的表现外，还有一些基金根本就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



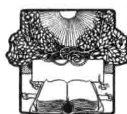
和不采取任何策略一样。甚至他们的业绩在采取策略的时候，还可能表现得更加糟糕。市场本身说明，选时不是一个持续可行的策略，对于运作共同基金来说，某人找到了一个可靠的市场选时的方法，他们早就会开始那样做了。

有的时候，选时策略，其实根本就是一种变相的欺骗。其中最为印象深刻的是分析师们的投资咨询。你如果观察过投资分析者的报告，并且了解他们所坚持的长期投资战略劝说模式，那么随便调用一下同一个人两段时间对于同一公司的报告，结果会发现，他们做出的看法几乎是自相矛盾的。扩大一下范围，没有两家分析师对同一公司同一时间的看法是相同的。更有意思的是，在这种混乱中，居然每一家都会声称他的方法最有效。这显然是一种不靠谱的明显证据。

股票分析师们如此荒诞，主要是因为在他们看来，分歧越多，投资的机会也就越多，显然通过忽悠各种互相矛盾的观点，有助于扩大这类分歧。在这些报告影响下的个人做的投资行为越偏离、越怪异，那么分析师们的头头，也就越可能从中渔利。比如大人物索罗斯显然就是这种制造混乱，从中趋利的专家。

因此，理智的人，应该放弃充满投机性质，毫无道理的选择时机的做法。这不可能带给你机会，除非有足够的运气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十七章
如何在难以预知的市场中做出正确投资

第一节 与群体一致，直到发现改变的催化剂

世界上不确定性的表现形式多种多样，在投资的过程中，不确定性更是泛滥。几乎所有的投资者都希望看清未来，但是至今为止，还没有出现一个能够真正预测未来的人。如果我们能够清楚地预知未来市场的发展，我们就能够让自己的资金在安全无虞的基础上为自己带来更多的金钱。那么，该如何在难以预知的市场中做出正确的投资决策呢？

2007 年夏初，房利美的股票价格是 50 美元，而且很多金融分析师都给出了“增持”的评级。大家都认为它的担保抵押贷款业务可以有效地避免违约风险，它所收取的高额费用也足以补偿偶尔由于不良贷款造成的损失，因此都觉得房利美的业务回报率很高。

然而，从当年的 7 月份开始，抵押贷款证券化市场的流动性开始枯竭，风险较高的次级贷款支持的债券已经停止了交易。到了 8 月份，资本市场的问题开始恶化。很快，就连次级贷款证券化产品评级最高档的交易也停止了。

而在这个时候，房利美的股票价格依然在 55 美元左右徘徊。在过去的几年里，高企的房地产价格引发了次级贷款爆炸性的增长，而房利美已把其手中几乎一半的市场份额转让给了抵押贷款的贷款人，正是这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



贷款人把风险越来越高的贷款投到了证券化市场当中。在这种情况下，房利美和房地美成了人们竞相追逐的唯一的对象。没有迹象表明资本市场的波动性会危机房利美的基本面，相反，公司还有机会提高价格并占据更大的市场份额。

但是，这个让所有的金融分析师都看好的公司也陷入了极端被动中。2009 年，房利美的股票价格已经不足 1 美元。

从这个故事中，我们可以深切地体会到投资市场的波动性是多么让人难以预料。在这个总是存在极端波动因子的资本市场里进行投资，让人不时刻提心吊胆那是假的。那么，资本市场为什么会存在这样的极端波动的因素呢?

经过考察，有关学者认为，波动性之所以会产生是因为现实世界本身就很复杂，并且具有非线性的特点，这就意味着某些事件就如同天气或地震一样难以准确预测；而且集体行为就其本性而言，往往会导致共识思考发生突然的变化，因为人们在形成意见时经常会互相模仿；再加上市场不仅仅会反映出基本价值，也会与现实世界互相作用，有时还会产生正反馈效应，从而导致极端结果的出现。

针对波动性问题，经济学家和哲学家们都提出了大量的理论，试图对其进行解释。虽然了解波动性并不一定需要了解这些理论背后高深的数学知识，但理解了极端波动性的来源可以帮助我们更好地做出应对。

我们现在已经知道，一只蝴蝶扇动翅膀这样一件看起来毫不起眼的事，通过一系列复杂的相互作用却有可能会引发飓风。如果企业和经济的基本面也受到类似效应的影响，那么想要进行长期的预测几乎就不可能了。很多人都认为长期投资比短期交易更为可取，但在极端波动的时期内，这种理念就未免有些不切实际了。

预测现实世界殊为不易，狂暴的天气正是对这种困难的一个恰当隐喻。不过，现实世界中还有很多其他种类的非线性、难以预测的事件，其中一些就如同地震或者山崩一样：先是长时间的平静，突然，不可预测地爆出极端的结果。出现这种现象，我们可以这样理解：如果在一个沙堆上方一粒一粒地向下落沙，那么迟早有一粒沙落下以后会引发崩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



塌，但是想要预测哪粒沙会引起的崩塌却非常困难，除非你能够理解每一粒沙的重量如何改变了沙堆自身的压力并导致了临界点的出现。

可以说，最后那一粒沙子就是导致崩塌的催化剂。我们在面对资本市场的变动的时候，要从这个例子里学到经验，在前景不明的情况下，与群体保持一致，直到发现改变市场的催化剂。

当然，要发现这个改变市场的催化剂，就需要我们提高自己的分辨力。我们的目标就从理解市场转变为发现市场所遗漏的某些东西。对基本面研究分析师们来说，分辨力取决于他们所能获得的信息、他们所进行的分析以及他们所提出的假设。这里的挑战在于提出带有可检验的预测的具体假设，而不是模糊的意见。

这种检验被称作“催化剂”，指的就是能够持有或反驳该投资假设的后续信息。这种催化剂可以推动投资产品的价格向自己希望的方向发展，即便不能，至少也可以让自己的假设受到关注。不过，想要依据某种催化剂来判断理论的准确度绝非轻而易举。实际上，辨别出催化剂这一要求迫使分析师对将要发生的事件进行某种形式的预测。

如果仅仅是对长期趋势抱有某种模糊的观念，并依此进行操作，这并不是件困难的事。因为这些意见在短期内不会受到检验，我们也就不必试图去在短期内进行准确的预测了。但是，任何关于长期价值的观点都必须从今天已知的信息中得来。因此，不管时间范围为何，投资者都要利用短期内能够获得的信息持续不断地检验、评估和修改各自的理论。这样一来，不管个人投资理论的结果为何，都可以从学习周期中受益。

第二节　用概率树展示所有的可能性

面对一些不确定的事情，我们总是习惯用概率的方式进行思考。对于重大的、利益攸关的决策而言，确切地了解各种可能性是一种至关重要的技能。对于投资者来说，能够了解到自己所处的市场变坏或者变好的可能性是影响自己决策的重要因素。而能够很好地使用概率的方式进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行思考的工具就是概率树，它可以使我们主观的概率估测变得清晰易懂。

在20世纪80年代，普罗威登金融公司已经开始专门从事信用卡业务。它利用复杂的计算机模型来分析消费者数据，并持续对新的信用卡产品和不同的消费者目标群体进行测试，寻找能够提高向特定目标客户发送的邮件回复率的方法。一旦发现了一个大有可为的目标客户市场，它就会发起规模巨大的信件群发攻势以招徕新客户。

对于这种分析技术，有很多人是持有怀疑的态度的。但普罗威登公司交易的市盈率一般都在20倍到30倍之间，比其他金融类股票的市盈率高出很多，这表明投资者对于持续增长抱有很高的预期。在1997年6月，普罗威登公司的股票首次公开发行，售价为10美元，到1999年初，已经暴涨到了65美元，以复利计算，平均年回报率达到了惊人的175%。

然而，到了1999年中期，公司被披露因涉嫌以欺骗性手段营销受到货币监理署的调查。其股票价格立刻跌去1/3。最终货币监理署对普罗威登公司处以3亿美元的罚款，消息一出，它的股票价格开始回升。

从普罗威登金融公司的发展经历中，我们可以深刻体会到市场中的不确定性是多么强烈。在信用卡业务成立之初，那么多人对公司的业务充满了怀疑，但是，这些民众的态度并没有影响该公司的迅速成长，并且拥有那么高的回报率。而后来由于业务上的出入，迎来了货币监理署的调查，也许有人认为这个公司完蛋了，所以其价格立刻跌了1/3。而最终因为只是做出了罚款的处罚，其股价又迅速上涨。可以说，在当时，谁都无法预料到这家公司的命运如何，世界中充满了不确定性。

通常所谓的不确定性只是一种感觉，很难量化。然而股票价格的不确定性从某种意义上来说是可以精确地测量的，方法有两种：可以计算历史价格的一个时间序列的波动性；可以通过期货价格估计出预期波动性，这至少对于存在期货交易的证券来讲是可行的。

在估计股票价格的时候，我们就可以利用概率的思考方式。用概率的方式进行思考，就意味着不要把股票价格当成一个单纯的数字，而是在某一个价格区间内波动。用这种方式思考的辅助工具就是我们前面所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



提到的概率树。

概率树也被称为决策树，是用图形来表示不确定情形的一个基本工具。概率树可以只有 1 个节点，2 个分支，也可以有多个节点和分支。最基本的要求是，各分支之间必须是互斥的，并且所有分支加在一起要代表所有可能出现的结果，也就是说，概率的和是 100%。对于节点多于 1 个的概率树，一般我们会把最重要的变量放在第 1 位，或者在某些特殊情况下，把最有可能较早地解出来的变量放在第 1 位。

有一些投资者会把概率树作为一个日常使用的工具。如那些打赌合并或并购结果的套利者，会利用概率树来分析交易达成或破裂的各种结果，并以计算各个分支所得的期望值为基础做出决策。其他的投资者，则更多地关注不同可能性的上侧风险和下侧风险，而并不使用概率树这个工具。

例如我们前面所说的普罗威登公司的情况，我们也是可以利用概率树来反映市场对它的看法，这也是“校准”的一种形式。在利用概率树展示各种看法之前，我们先要指出几个会对该公司产生影响的重大问题：第一，即将到来的经济衰退的风险；第二，信用卡行业已经进入了亏损周期；第三，普罗威登公司商业模式的稳定性。我们可以把这三个问题当成概率树的 3 个节点，经过分析，这个概率树就有 8 种可能性。每种可能情况都对应一种估计的股票价格，这些价格，都是以适合每种可能情况的赢利预期和估值倍数为基础计算出来的。

我们除了能够通过概率树计算出股票的价格，我们还能够用概率树来做什么呢?

1. 识别非对称的结果

了解到各种可能发生的情况的一个好处就是，分析师们可以据此识别出非对称的结果。在一个充满不确定性的世界里，分析师们必须要考量不同的收入增长率对应的各种不同的情况，以便尽量包括各种可能出现的结果。如果市场并不确定哪一种收入增长会最终成为现实，那么与当前收益相比，理论上该股票将溢价交易。此外，因为函数向上弯曲，收入增长越高，股票价格的波动性就会越大，类似黑天鹅的极端结果就有可能出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2. 抓住重大问题的相关性

概率树能够帮助分析师厘清重大问题之间的相关性。相关性之所以非常重要，是因为它会把末端分支的分布扩大到比正态曲线更为广阔的范围，因为正态分布假定输入变量之间是互相独立的，也就是不相关的。

总之，概率树并不能确保我们会预测到下一个市场的转变会在什么时候出现，但是它可以帮助我们了解出现类似的情况的可能性有多大，并且帮助我们在灾难发生之前采取行动。

第三节 面对信息过载，要有战略意识

我们会对极端波动的事件感到意外，原因之一在于这个世界所包含的信息量非常大，任何个人、团体或组织都无力处理如此大量的信息。而我们现在身处的就是一个信息时代，面对过多的信息是常有的事。在市场上，分析师、交易员和投资组合经理的工作就是处理大量的数据。而个人投资者为了能够得到事情的真相，也会尽自己的能力到处搜集信息，也需要面对过多的信息。那么，我们该如何处理这么多的信息呢？

诚然，信息管理是一个至关重要的技能。虽然我们现在拥有功能越来越强大的计算机可以帮助我们组织和分析信息，然而遗憾的是，不管是人工计算还是通过计算机进行计算都面临着物理和数学上的限制，即便是有了计算机也解决不了信息过载问题。而且毫无疑问，帮助某一群决策者分析数据的计算机将会在其他的地方创造出新的产品和战略，于是就会产生更多的信息，这样造成的结果就是我们永远都不可能有足够的能力去处理所有的信息。所以，我们要有战略的意识，只抓住有用的信息，忽略掉无效的信息。

就每一个信息而言，都直接含有成百也许上千的因素，而每一个因素在每一个不同时段都会产生不同的影响。即使一个人对每一个因素都能考虑得极为周到，这个“极为周到”也仍然还有不确定性，或者说变数。事实上，一个投资者对未来的“认知”比他对未来的“无知”要少得多。这个简单的概念实在太重要了，它值得一提再提。相对于我们对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未来的无知，我们已知的实在太微小了。在当代金融领域内最为人所接受的理论中，有许多的设想都过于简单。它们把潜在的未来事件所可能导致的不确定性大打折扣。

信息过载的问题存在已久。以前的投资者是如何对付这个问题的呢？首先，他们压根不理会。他们尽量把某一位资金经理和一些宽泛的标准来比较，比方说标准普尔 500。他们以为所有的投资都具备标准普尔 500 那样的多样化和风险。可就很多资金经理人而言，显然情况并不如此。

如果投资组合的风险有太多不同的层次，以致很难与测量一个市场的标准相比较时，他们可能会用另一个办法。这个办法就是试图把这位资金经理人与和他类似的那一领域的经理人相比较。其想法是，他们都有目标相似的潜在客户，这种相似性意味着他们的投资组合风险也类似。不幸的是，这个同领域的想法虽然乍一听很吸引人，实际上却漏洞百出。

实际上，投资公司一般是通过投资于专家知识的方式来应对如此大量的信息，比如雇佣分析师、聘请咨询师或是利用其他机构的研究服务。那些对企业和行业知之甚深的人士能够分清哪些是噪音，哪些是真正重要的信息。正因如此，专家知识是主动信息战略的一个必要的组成部分——尽管专家知识本身并不足以克服信息过载的问题。

尽管信息过载这一问题无法解决，但做出决策并不需要掌握全部信息，相反地，它需要我们把信息浓缩成一个较小的相关数据集合。这就需要进行计算。计算能力与专家知识一样对我们大有裨益，同时也是非常重要、必不可少的。不过，不管计算机变得如何强大，仍然会受到物理和数学方面的限制。任何计算设备都是如此，包括人脑。为了在极端波动期间做出可能的最佳决策，我们需要对我们的计算工具所固有的局限做一番了解。

计算之所以无法满足我们处理信息的所有需求，原因之一在于计算要消耗能量。有时候，我们会把大脑处理信息的过程与物理世界截然分开。在这种世界观下，计算似乎就是一个抽象的过程，就像我们常把意识和想象当作是精神的而非物质的。但是，计算的确是一个消耗能量的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



物理过程，也服从一定的物理定律。通过计算可以把一系列相对无序的输入值，变成相对有序的一系列的输出值。然而，计算也是一个机械过程，服从热力学第二定律。尽管大脑和计算机能够处理大量的信息，但二者却都不能回答所有与股票、市场或其他重大问题相关的问题，因为二者的能量供应都不是无限的。

所以，我们要找准重大问题，过滤掉一些无用的信息，不被空枪所迷惑，拥有战略意识，尽可能地把有限的计算能力用到刀刃上。

第四节　实时决策，随时修正自己的想法

我们已经知道了我们每个人在投资的过程中都会面临过多的信息，但是，我们都是假定决策者拥有足够的时间来对信息进行搜集和比较，但在真实世界里，一切都发生得太快了。容不得我们慢慢去搜集，去分析。这就需要我们能够实时决策，随时修正自己的想法。

例如从 2000 年到 2005 年底，房利美的股票跌去了将近 30%，这是政治压力、经济增长缓慢和会计问题共同作用的结果。不过在当时，至少还有时间去分析这些问题。2007 年 10 月，房利美的股票在一天之内跌去 30%。

我们现在也都明白，上面所列的这些信息都是事后证券分析师经过多方收集资料经过一段时间的分析计算所得出的结论。在事件发生的当时，身处那个环境里的投资者对这个现象也是很茫然的，甚至有些人都不知道有这样的事情发生。

人类在行为上的一些怪癖，会影响到我们如何对新信息做出反应，这使得做决策的过程变得更为复杂。认知不协调、变化盲视、温水煮青蛙症候群等术语指的就是人们的头脑在证据变得十分显著之前无法发现变化这个问题，也就是我们没有实时做出决策，没有随时修正自己想法的危害。

认知不协调是指这样一种倾向：无视与已有观念相冲突的信息、为某些行为找借口使之看起来与自我观点更加一致，或是改变自己的态度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使之与此前曾采取过的行动保持一致。当我们无法解决复杂的问题并因而选择性无视彼此矛盾的数据时，认知不协调就发生了，其结果就是对不断变化的环境视而不见。在某些情况下，这与对自己说一些无伤大雅的、善意的谎言的功用相当，但在另外一些情况下，这种不协调会导致诸如“确认陷阱”之类的逻辑错误。

在作决策的过程中，认知不协调是不可避免的。说到底，任何一个决策都有出错的风险。提出一个投资假设不可避免地会让投资者面临认知不协调的窘境，投资者必须提出一个不同于“零假设”的理论。那么，变化盲视又是怎么回事呢?

变化盲视现象是认知不协调的一种反映，是指当变化缓慢地以增量的方式发生时，人们往往意识不到这种变化。这一现象也叫作“温水煮青蛙综合征”，即把一只青蛙扔进沸水中，它会立即跳出来；但如果把青蛙扔进冷水中并缓慢加热，它根本就察觉不到温度的变化。也就是说，我们身处投资市场中，对于投资市场的变化我们常常是熟视无睹，从而失去了投资的机会。

为应对波动性和认知不协调问题，市场参与者都会采取某种应对策略。例如长期价值投资者相信买不受欢迎的股票是需要一定勇气的。当股市向对他们不利的方向变化时，价值投资者们立场坚定，不为所动，认为是市场出错了，并且还会坚持买进。这一策略表明了投资者接受了认知不协调。与长期投资者相反，短期交易者的典型做法是遵循止损规则，一旦价格降到某一特定数值之下，就立刻出清头寸，不管他对于该头寸多么信心十足。他们是随时都能够做到实时决策，随时修正自己的想法。

在极端环境下，长期投资者如果赌对了就会大赚一票，如果坚持了错误的头寸则会大败亏输。毫无疑问，他们会被指责为认知不协调的受害者。在极端环境下，止损规则会迫使交易者多持有现金少持有头寸，因而会得到有效保护。不过，他们也会因此失去赚大钱的机会，而被批评太过缺乏自信。

避免认知不协调的一个办法就是，要了解到我们的能力是有限的。不要去做力所不及的事。在很多情况下，新信息出现后，正确的做法往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



往是出清某一头寸而不是去捍卫某一理论。实时监控信息需要时间和精力，还需要对模型进行更新、重校，有时甚至需要重新建立模型。在某些情况下，新信息需要我们全盘考虑可能出现的各种情形。如果分析师没有机会研究这些问题，就没有办法针对这些问题做出及时、深思熟虑的决策。

如果我们能意识到认知不协调，那么即使会因此承受一些压力也不会有太大的问题；一旦这种不协调存在于潜意识，那么我们做出不良决策的风险就会更大。为了应对这一风险，当新信息与之前的理解不相符时，我们应该对这种意外的感觉给予足够的重视。我们不应无视新的数据，相反，我们应该高度关注这种新鲜感，并利用它来对境况进行更深的挖掘。

另外一个办法就是尽量减少陷入认知不协调情境的次数。经历认知不协调会让人有一种筋疲力尽的感觉，毕竟我们每一个人所能应付的压力就只有那么多。如果我们面临着三种情境，而每种情境中都存在着认知不协调的问题，那么我们就应该放弃其中之一，集中精力应对另外两种情境。

总之，在极端波动期间，针对新信息采取迅速而准确的行动是一项至关重要的生存技能。

第五节　如何避开信息不对称的陷阱

布莱克于2010年创立的生态废料公司，是以厨余垃圾为原料生产园艺堆肥。这家企业正式员工8人，临时工14人，每天向70多家食品商和农产品商回收20吨厨余垃圾。垃圾经过加工，成为园艺堆肥，以每袋8.5美元价格出售给美国西海岸200多家苗圃和花园。据相关媒体披露，该企业年收入超过150万美元。

每个家庭的每顿饭，难免都会产生一些厨余，为什么这些厨余在大部分人的眼睛里是一种垃圾，而在布莱克的眼里却是财富呢？这是由于他们对厨余垃圾所掌握的信息不对称产生的。在投资市场中，因为没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得到某些相关的信息而宣告失败的例子到处都有。

在经济理论中，信息不对称指的是一方比另一方拥有更多的信息，或者信息的质量更好。毫无疑问，占有信息较多的一方在谈判时拥有更大的优势。就像公司的管理团队因为拥有大量的专有信息，因此在与投资者谈判的时候就处于有利地位。他们可以提出咄咄逼人的论证，盛气凌人地驳斥对方的观点。为了维护自己的利益，他们可以选择披露某些信息并掩藏其他的信息。当然，在某些情况下有选择性地披露信息无异于欺诈，但这中间有一大片的灰色地带，管理者们可以在不触犯法律的前提下获得某些利益。

那么，为了消除这种不对等的地位，我们该如何避开信息不对称的陷阱呢？对于投资者而言，应对信息不对称的一个办法就是努力获取更多的信息，从而获得与管理者们站在同一平台上的机会。这不是件容易的事。公司的管理者们能够从他们的专属渠道获得每天更新的有关业务走势的信息，另外还有专人监听政治的、管理的、竞争对手的以及经济发展的动向，而与投资者们保持联系。

投资大师们都会采取多种策略来应对信息不对称，比如将各个公司的信息进行横向比较。关于竞争优势的论调对某些公司可能非常有说服力，对另一些公司而言却是一纸空文。投资大师们还会监控管理者的“语气”和身体语言。一个人可能对管理沟通的代表性持怀疑态度，但都承认它确实对股票市场有影响。最重要的策略之一，是辨识出那些影响到管理层认知不协调的迹象，它们可能是变化即将发生的征兆。

敏锐的投资大师能够从这些情绪波动中看出一些端倪。就这一点，公司情报专家本·吉拉德曾这样说：“管理者如何回答投资者提出的问题，尤其是那些令他们苦恼的问题，揭示了他们的真实的思维模式，而不仅仅是表面的客套，因而非常有价值。”

对大型机构而言，无论管理者们多么理性，策略不协调都几乎是不可避免的。个体投资者尚有可能迅速地调整他们的假设，但对企业而言，策略调整不但困难重重而且代价高昂：不仅机构需要重组，还需要获得员工、投资者、客户以及其他成员的认同。正因如此，对管理者而言，适当地拖延，直到维持现状的代价明显大于做出改变的代价再做出改变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也许是完全合理的。在此期间，管理者们也许不愿意透露他们正在权衡各种可能。毕竟，不确定性会影响员工的士气，削弱公司的竞争力。所以，面对公司管理者们的小把戏，为了获取真实的信息，投资者应该把管理者变成自己的听众，并精心地设计想要提出的问题，以此来克服信息不对称。

不过，这需要事先做好准备。一方面，管理者乐于享受自己在信息上的优势地位；另一方面，证券法不允许他们在私人会谈中透露非公开信息。因此对很多紧迫的问题，投资者不能直接提问。法律通过鼓励管理者“照本宣科”，给了管理者一个极佳的回避不方便问题的借口。管理者若不是自信满满并且富有领袖魅力，善于激发他人的信心，他们也不会占据需负责任的高位。这也是造成我们广大投资者信息不对称的主要原因。

很多事情并不一定必须从第一步入手，我们可以从最后的情形向前推，这样我们就知道在最后这一步中什么是好的和坏的策略。然后运用最后一步的结果，得到倒数第二步应该做策略选择，依此类推，最后得到一个最好的解决方案。我们知道，再精明的对手也会有其猝不及防的死穴。在生活中难免有遭遇小人之时，聪明人总是能够对自己的行动适时做出调整，化险为夷。

当然，要做到这一点，需要把握所有的信息，而在我们的现实生活中，很多事情的真相并不是我们所看到的那样，一个人很难掌握一件事情或者一个东西的所有的信息，这就为我们从最后一步往前推，从而找到最好的解决方案制造了很大的困难。

我们生活在信息社会中，提升自己提取有效信息的能力，这是每一个人的必备功底。有句话说得好，“世界上从来不缺少美，而是缺少发现美的眼睛”，其实运用到经济生活中也是同样的道理——生活对大家都是平等的，成功也从来不是缺少机会，而是需要我们有一双敏锐的慧眼，来发掘有效信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六节　如何精心设计问题，获取具有诊断力的信息

如今我们处在一个信息发达的社会，但是，广大的投资者仍然感到自己掌握的信息远远不够，总是感到自己和企业所掌握的信息存在严重的不对称的问题。要知道，掌握信息的程度可以直接影响到我们做出的投资决策正确与否。

投资大师彼得·林奇就曾经遇到这样的事情，有人告诉他："我这里有个不错的企业，由于规模不大，基金投资不太合适，所以你可以考虑个人投资。"而且伴随而来的，是一些听起来不错的情报，但是，这令彼得·林奇数次失望，不管是在美国太阳王公司上，还是在阿尔汉市纳矿业公司上，他都损失了本金。

从投资大师彼得·林奇的经历中，我们不难看到，信息在投资决策中起到的作用是多么的重要。彼得·林奇因为这是一个非常靠谱的信息来源给他的信息，而且之后也有很多听起来不错的情报给他，但是最终他还是亏损了。这之中最主要的原因是因为投资大师彼得·林奇太粗心大意了，或者是太信任对方了，忽略了对方给他提供的信息是具有不对称性的，只向他报喜不报忧，使他做出了错误的投资决策。其实最大的原因是他没有获得具有诊断力的信息，这让他做出了错误的投资决策。那么，什么样的信息是具有诊断力的信息呢？

我们都知道，投资的最终目标是一个企业，是一个公司，如果我们能够知道这个企业或者公司的真实经营情况和管理层的情况的话，我们就可以清楚地知道这个企业或者公司的投资产品值不值得我们投资。但是，一般这样的情况是很难得到的。企业或者公司都会公布一些对自己公司有利的消息，而对自己不利的消息他们会避而不谈。而这些恰恰是我们最需要的具有诊断力的消息。那么，我们该如何获取这些具有诊断力的信息呢？

我们知道，证券法是不允许企业或者公司的管理者在私人会谈中透露非公开的信息，所以，我们就不要妄想私底下去直接向那些管理层提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



问。我们只能通过对他们进行采访得到一些信息。

当然，如果我们想要在借助公开的采访得到那些不利信息的话，还是很难的。所以，我们在采访之前，要做好充分的准备，精心设计问题，让他们在接受采访时不能随手抛出事先准备好的答案，哪怕他们对重大问题避而不答，其实这种不回答的本身也是具有诊断力的信息。那么，我们该如何设计问题呢?

首先我们要把问题限定在重大问题上，而且问题要问很具体，因为如果我们措辞不严谨就会给管理者留有大量的回转余地，他们很可能会在回答的时候把话题引到他们想要表达的观点上去，但并不透露我们感兴趣的有关重大问题的信息。

其次，尽量问“怎样”和“为什么”，而不要总是问“什么”。要知道，直接向管理者提问，让他们做出预测或提供意见通常都没什么用处，答案多半是事先准备好的。我们应该尝试着针对管理者在做出判断时依据的信息和他们分析这些信息的方法进行提问。毕竟，任何一个持有某种观点的人都应该能够就其依据进行一番解释的。这样，我们就可以从他们的解释中获取那些具有诊断力的信息。

在采访的过程中，管理者不可能对我们有问必答，有些时候他们会对某些问题进行掩饰。而如果一个管理者不能对一个不好回答的问题给出一个圆满的答案，这就是一个非常重要的线索，如果我们能够辨别出来的话，我们就能够找到了一些具有诊断力的信息。所以，在采访的过程中，我们要特别注意那些管理者们避而不答的问题。

而且，我们要时刻提醒自己，我们在采访这些管理者的时候，是想要从他们那里获取信息而不是交流信息去的，所以，在采访的时候，我们尽量不要发表自己对某件事的看法或者观点。因为一旦我们亮出了我们的观点的话，那些管理者就会针对我们的观点选择一些资料来说服我们，实现宣传公司对投资者的利好消息的目的。

总之，答案的诊断力与提问的方式密切相关。也就是说，我们提出问题的方式可能会决定我们所得到的回答是和我们关心某些特定的重大问题相关，还是和其他一些变量相关。一般来说，一个谋划得当的问题能够帮我们获取少量有用的数据，但是有些时候也能够帮我们获得重量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



级的具有诊断力的信息。所以，我们在采访之前一定要做好自己的问题设计问题。

第七节 复杂的分析，为的是一个简单的抉择

在这个日趋复杂的世界中，几乎无论哪一领域都需要借助建模来辅助决策。高深也好，简单也罢，模型能够大幅提升我们的预测能力。不过，建模同时也使决策过程更为复杂，因为模型的准确度和可靠性常会遭到质疑。最糟糕的情形是，建模上的错误会蒙蔽决策者的眼睛，使他们无法真正了解可能出现的情况，并在毫无防范的情况下遭遇黑天鹅事件。不过，虽然这些模型很复杂，但是复杂的分析，为的就是一个简单的抉择。

我们也知道，很多事情发生之后，我们都能够对它的来龙去脉非常清楚。但是，这种事后之明对我们的投资决策并没有起到什么作用。因为，我们在事情发生的时候，就要做出相应的反应。否则，我们的投资就有可能会面临全部亏损或者套牢的情况。所以，我们在事情即将发生之前就要有所警觉，而能够引起我们警觉的是那些细微的变量。我们只有研究了各种可能的情形之后，才能够有效地追踪那些变量所会引发的变化。在做这些工作的时候，模型就是我们所必须要用的分析工具。

例如简森不等式这个模型。这个模型可以通过图示非常直观地进行阐释，我们把一个虚拟的公司的价值表达为收入增长的函数，在这种情况下，该函数是凹的，也就是说收入增长的上升总会带来股票价格更大幅度的上升。这有可能是真的，因为这家虚拟的公司拥有的成本结构比较固定，从而销售的增长就带来了利润的额上升。或者也可能是股票价格和公司的基本面之间存在着某种正反馈效应；比如较快的收入增长可能会令投资者们确信公司会在某一市场占据主导地位，这样该公司不但获得了先行者优势，其收益也会更加具有可持续性。

从中我们可以看到，虽然事件发生之前的变量不好把握，也不知道哪个是关键的变量，但是如果我们能够拥有一些分析模型的话，我们就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能够很方便找到这些关键的变量。其实找到关键的变量并不难，难的是我们需要合理地权衡这些变量，并结合这些变量做出一个准确的预测。

想要达到这个目的，我们可以通过建立预测的模式，将一个复杂的问题分成多个更为可控的部分，从而提高准确度。然后针对这个问题的每一个部分给出某种假设，在此基础上进行预测。由于假设是对未来的猜想，这个模型中的每一个假设都存在随机误差。假设增多时，一些随机误差彼此之间就会被抵消。如果假设越多，模型越大，预测就更精准的话，我们花再多的时间和精力建立一些更大的模型也是值得的。

但是我们也很清楚，在投资的时候时机是非常重要的，所以我们也不能把自己的时间都花在建立预测模型上面。如果我们建立的模型非常的大的话，会花费我们更多的时间，而且会增加模型的复杂程度，等到我们通过这些模型得出一个准确的市场发展的结论的时候，这件事已经发生了。等到这个时候我们再去决定自己的投资是去是留的话未免太晚了吧。所以建立模型是一项平衡的艺术，我们应该在提高复杂度所带来的代价开始超过增加准确度所带来的收益时，停止添加更多的变量。

虽然这些分析是比较复杂的，但是我们也不要对它敬而远之。因为它能够指引我们在难以预知的市场中找到一条出路。我们与其因为市场的不确定性而整天担心投进市场的资本，天天像个无头苍蝇一样到处去探听别人都采取了什么操作，还不如多学一点投资的知识，让自己也能够利用模型来分析当前市场的状况，让自己做一个心安理得的理性投资者。要记住，复杂的分析，为的就是一个简单的决定。

第八节　复杂建模有风险，平衡来源于对事实的把握

有专家曾经这么认为，在投资市场中，当有一些意外事件发生的时候，会大幅度亏损的投资者都是过度自信的人。我们无从确定这个结论是对还是错，但是，过度自信确实是投资界所忌讳的。那么不够自信呢？不够自信对投资者也没有什么助益，不够自信的人总是过于谨慎不敢出手。虽然可以确保他们在意外事件来临时安然无恙，但是也根本无收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可赚。最好的状态就是在过度自信和不够自信之间找到一种平衡。

我们都知道，面对一些意外事件，有时我们只是凭借头脑中直觉的一闪念，就能够毫厘不差地得出结论，而有时我们的本能反应却不尽如人意。有一些答案需要经过大量的研究和高深的分析才能得到，而有时候这种方式却束手无策。而在投资界中，很多分析师都是运用高深、复杂的模型来帮助自己来做决策。

但是，即使有这些模型，如果那些分析师过度自信的话，也还是会有危险的。可以说，对于投资界的意外事件，我们仅用复杂的模型来分析是有一定的风险的，我们需要找到过度自信和不够自信之间的平衡，而这种平衡就是来自我们对事实的真实把握。

在过度自信和不够自信之间找到适当的平衡，是对用现实世界的概率以及直觉的思维过程进行校准的一种方式。这种校准对于每个决策者来说都是非常重要的，在期权市场中尤其如此。因为在期权市场，赢利和亏损部分取决于能否准确地在股票价格上划出置信区间。

期权市场提供了一个真实世界的情境，我们可以看到交易者们在就置信区间下赌注。期权市场的置信区间是由在当前股票价格之上设定一个行权价卖出看涨期权和在当前股票价格之下设定一个行权价卖出看跌期权同时决定的。此种策略被称为“卖出宽跨式套利组合”。如果交易者估计到了准确的置信区间，并且股票价格保持在两个行权价之间，这样在到期的时候他就赚取了卖出期权时所获得的期权费，而无需进行任何支付。然而，如果在到期的时候股票价格落在两个行权价之外，交易者则必须要向期权持有者进行支付。如果交易者都是过度自信，我们就会看到财富从期权卖出者源源不断地流向期权买入者。一旦期权卖出者的财富枯竭，交易就会戛然而止。然而这种情形似乎并未发生。

不过，即便是期权市场作为一个整体并没有表现出过度自信的情形，但过度自信的交易者还是颇有一些的。可以预见，假以时日，这些人会被市场淘汰掉，最终过于大胆的赌注会让他们囊空如洗。不够自信的交易者们也很有可能不会成功，因为他们会错过很多适当的机会，他们的交易回报可能会很低。

为了在市场中立稳脚跟，我们需要一种精准的自信感。没有人确切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



地知道这是一种怎样的感觉。有一些研究者认为人类进化出这种自信感是将其作为一种开关或是信号，经由潜意识的思考引发，是为了阻止无休无止的反思并鼓励人类做出决策。毫无疑问，自信往往是一个比较可靠的信号，但有时候也会把我们引入歧途。

据研究发现，人们的自信感会随着所获得信息数量的上升而上升，但决策的准确度却未必会提高。对于决策的准确度而言，额外的信息激发了某种虚假的自信。反之，在某些情境下，即便是数量非常微小的信息也能让人们做出准确度相当惊人的决策。如果人们在这种情形下仍然没有做出决策，那么我们就会认为他们不够自信。

而在真实的投资生活中，投资者和其他决策者所掌握的信息量都是经常变化的，有时过多，有时又不足。因此，我们很重要也是很必要的一个目标就是获取经由分析准确度适当校准的自信感，而不是经由手头的信息量校准的自信感。

因为资源是有限的，分析师的目的就是利用最少的资源获得尽可能高的准确度，既不浪费金钱，也不浪费时间。时间非常重要，因为一旦市场上其他的人都闻风而动，我们的行动机会就丧失了。那么，我们该如何提升自己决策的准确度呢？

为了识别出准确度最高的点，我们需要了解哪些因素会对准确度产生影响。对我们决策的准确度会产生影响的因素有以下几点：第一，我们自己对问题做出了怎样的假设；第二，我们对事件发生的各种方向的可能性掌握得如何；第三，我们对相关信息的掌握程度；第四，我们是如何来分析这些信息的；第五，自己会不会按照自己的直觉来做出决策，在依照直觉采取行动之前，有没有彻底全面地考虑到其他变量也有可能影响到预测结果这种可能性；第六，自己所做决策的时候，是否无需为自我认知、职业前景、体制性问题等问题而忧虑；第七，还要看看自己对竞争对手的情况的了解程度。

要知道，在一个充满竞争的环境里，这需要极大的资源和时间的投入。只有我们真实地把握了事实真相，我们才能够找到过度自信和不够自信之间的平衡点，才能够为自己的投资做出精确的决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第九节 判断为什么要立足于现实的变化

判断，无时无刻不在参与我们的投资活动，如果判断正确，我们就能够做出一个成功的投资决策；而如果我们的判断失误，我们不可避免地会给自己带来巨大的损失。在那种难以预知的市场中进行投资，判断更显得重要。

根据自己的亲身经历，大家不难知道，一件事的发展前途越模糊，关于这件事的消息越多样。而在难以预知的市场中进行投资，小道消息难免遍地飞，在这样的情况下，我们的判断一定要立足于现实的变化，不能听信那些虚无缥缈的消息。因为只有判断的依据是正确的，我们才能够做出正确的判断。世界投机大师科斯托拉尼就曾经因为判断失误，导致自己的投资损失殆尽。

科斯托拉尼发现法国杰出汽车商安德烈·雪铁龙的岳父宾根一直在不断地购进雪铁龙的股票，不过据他的了解，当时的雪铁龙的股票并没有什么涨的迹象。但是因为宾根是安德烈·雪铁龙的岳丈，他又觉得雪铁龙的股票肯定有什么内幕，最近肯定要涨。做出了这个判断之后，他立马在自己的经济允许的范围内做了一笔投资。

几乎难以置信的是，虽然雪铁龙在科斯托拉尼购买股票的6个月前还付了50法郎的红利，却在6个月后就破产了，破产后一分钱都付不起。

投机大师科斯托拉尼的投资失误是因为他做了一个失误的判断，那就是他认为安德烈·雪铁龙的岳丈是非常了解雪铁龙的股票的。所以他才不顾自己观察到的现实，做出了一个错误的投资决策。从中我们也可以看到，没有立足于现实的变化的判断是多么可怕。

所以，我们不要让自己的预期来主导自己的判断，一定要让自己的判断根植于现实的基础上。在信息爆炸时代，因为话语权和影响力的竞争，人们很容易在不知不觉之中被梳理过的信息尤其是各类“预期”所引导。这类信息，作为参考未尝不可，如果实情不符合“预期”，那应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是“预期”有误。若迷信这类“预期”，甚至将“预期”当真，未免本末倒置了。

因为一旦数据与预期不符，思路就会偏向认为数据有误，或者认为是形势运行偏离了预期，而不是预期错了。这就把事情弄反了。“预期”并非真实的状态，只是在一些假设条件下的事前判断，受到不同偏好和信息不对称甚至利益导向的影响，过高或者过低的各类“预期”屡见不鲜。如果对“预期”过度依赖甚至信以为真，比较容易误判形势，也会对政策产生不切实际的预期，误导各方面的决策行为，所以，我们的判断一定要立足于现实。那么，我们该如何根据现实来做出判断呢?

我们可以用量化的数字来代替赞成和反对，并利用线性模型把这些数字加总。这样我们不仅可以更为精确地进行计算，还能够排除情感、偏见以及其他人为原因造成的误差。判断是一个回归过程，我们利用分析工具对该过程进行分析并得出结论。当太多的人采用同样的分析和决策方式，而又对他们的集体行为将造成与过去割裂这一结果缺乏清醒的认知的时候，黑天鹅事件就可能会出现。而判断正是预防此类黑天鹅事件的一个有力武器。

有时候，所谓的判断就是给某一个复杂的计算机模型得出的结果赋予一个看似非常任意的约束条件。比如，投资组合经理常会利用统计模型来寻找有效边界，试图通过最优配置资本的方式来使得风险调整后的收益最大化。

但是，我们都要明白，如果其他投资者也在分析同样的历史数据并得出相似的结论的话，那么就会给我们的投资带来重大的风险，所以，我们在做判断的时候，要时刻考虑到自己的竞争对手。尽管现在的计算机的决策模型比我们人的速度更快，但是，它做出的结论更具有一致性，这就会导致我们原本正确的判断变成错误的决策了。

所以，我们在做判断的时候不要让自己的预期干扰自己，要根据现实的数据来分析，还要时刻考虑我们的竞争对手，综合考虑，权衡各方面的利弊才做出自己的判断，尽量让自己的判断有利于自己的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十节　如何应对小概率的大规模事件

彼得·伯恩斯坦在风险管理经典著作《与天为敌》中讲过一个统计学家的故事，二战时期，在德国对莫斯科进行空袭的一个夜晚，苏联的一位统计学家出现在了当地的空袭隐蔽所，人们见到他时都很惊讶，他之前总是说："莫斯科有700万人口，为什么我就会被炸弹击中?"人们好奇是什么改变了他的主意。他解释道："莫斯科有700万人口和一头大象，昨晚，他们击中了大象。"虽然被炸弹击中是小概率事件，但对大象来说却是致命的，教授称他承担不起这种小概率事件所造成的损失，所以他推翻了之前的想法，选择去隐蔽所。

确实，虽然被炸到的概率只有700万分之一，但是，如果真的被炸到了，自己的一生也就没有了，所以，安全起见，还是躲到隐蔽所比较好。其实这个道理一样适用于我们的投资。在投资中，小概率事件总会引起大规模的影响。

大家都知道，长期资本管理公司的团队堪称全明星阵容，由诺贝尔经济学奖得主、美国前财政部官员和华尔街精英组成，他们依据历史数据建立了复杂的定量模型，认为新兴市场利率将降低，发达国家的利率走向相反，于是大量买入新兴市场债券，同时抛空美国国债。但1998年8月，俄罗斯宣布卢布贬值延迟三个月偿还外债，导致俄罗斯国债大幅贬值并完全丧失流动性。使得这家对冲基金的资产在短短150余天内下降90%，出现43亿美元巨额亏损，仅剩5亿美元，濒临破产。而俄罗斯国债的大幅贬值就是一起无人能预见的"黑天鹅事件"。

从中我们可以看到，小概率的事件虽然发生的可能性不大，但是，一旦它真的发生了，它就有可能造成毁灭性的伤害，发展成一个大规模的事件。全由投资精英组成的长期资本管理公司就仅仅因为俄罗斯国债的贬值而濒临破产，让那么多人的投资产生巨大亏损。那么，我们该如何应对这样的小概率的大规模事件呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“9·11”之前的某一天，塔勒布的一位好友来看望他。这位朋友是一位数学分析大师，当他听说了塔勒布的投资组合后惊诧不已，说道：“塔勒布，除非有一架飞机撞进了我们的办公楼，否则你的投资简直就是慢性自杀。”这位朋友的办公楼，正是纽约世界贸易中心。当恐怖分子真的劫持飞机撞入世贸中心后，塔勒布的公司当然获得了惊人的赢利。

塔勒布为什么能够从容应对这样的小概率事件的呢？这是因为他把世界分成两个部分：平均斯坦和极端斯坦。高度、重量、卡路里摄入量、面包师和小餐馆老板的收入、车祸、死亡率受平均斯坦控制；而财富、名人知名度、Google 搜索量、地震造成的损失、恐怖事件死亡人数、金融市场、商品价格、通货膨胀率等则属于极端斯坦的范畴。

在平均斯坦，我们受到集体事件、常规事件、已知事件和已预测到的事件的统治；在极端斯坦，我们受到单个事件、意外事件、未知事件和未预测到的事件的统治。在极端斯坦的影响下，不经常发生以及非常不经常发生的事件时而左右世界，它会在无数“白天鹅”之后抛出一只“黑天鹅”。但在我们的心理范式里，却忽略了极端斯坦的存在。我们倾向于错误地把对过去的一次天真观察当成某种确定的东西或者代表未来的东西，这是我们无法把握“黑天鹅”现象的唯一原因。

为了能够应对这样的事情，我们应该将黑天鹅事件一分为二。当我们有可能受到正面“黑天鹅”事件影响的时候，就可以采取非常冒险的做法。而当我们可能受到负面“黑天鹅”事件的影响时，就必须采取非常保守的做法。遵循这样的原则，我们就可以从“黑天鹅”事件中获益。反之，如果背离这个原则，那么，“黑天鹅”事件也可以让我们损失惨重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对话顶级投资大师 汲取哈佛智慧精华
掌握卓有成效的投资方法 做投资市场的赢家

投资学是一门旨在揭示市场经济条件下的投资运行机制和一般规律，并在此基础上分析各类投资方式运行的特点与规律，以使人们提高投资效益的学问。投资有两个主要目标，一个是财务安全，一个是财务自由。财务安全是基础，财务自由是终点。正确的投资可以使财富成倍增长。正如股神巴菲特所说："一生能够积累多少财富，不取决于你能够赚多少钱，而取决于你是否懂得投资理财，钱找钱胜过人找钱，要懂得让钱为你工作，而不是你为钱工作。"

很多人看到洛克菲勒、李嘉诚等人的财富都很羡慕，梦想着能够像他们一样家财万贯。其实，你要成为亿万富翁也不是没有可能。洛克菲勒、李嘉诚起初也是贫穷的人，但他们最终成了万人景仰的富翁，他们致富的秘诀是什么呢？答案就是不断进行投资。学会像富人一样思考，像富人一样行动，最终你也可以成为亿万富翁。我们要想在投资上取得卓越的业绩，最好的办法就是学习投资知识。毫无疑问，哈佛投资课便是这样一门值得我们学习的课程。

ISBN 978-7-5308-9513-9


定价：29.80元